



BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES

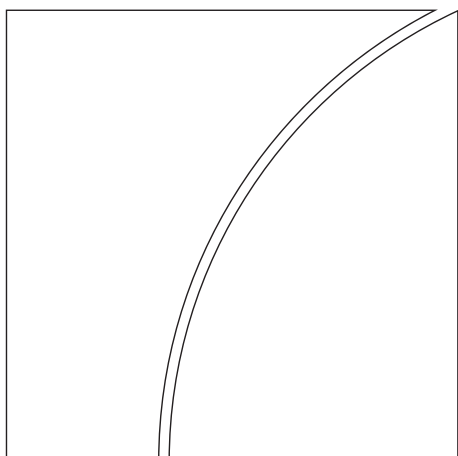
71° Informe Anual

1 de abril de 2000–31 de marzo de 2001

Basilea, 11 de junio de 2001



BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES



71° Informe Anual

1 de abril de 2000–31 de marzo de 2001

Basilea, 11 de junio de 2001

Las publicaciones pueden obtenerse en:

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

E-mail: publications@bis.org

Fax: (+41 61) 280 9100 y (+41 61) 280 8100

© *Banco de Pagos Internacionales, 2001. Reservados todos los derechos. Se permite la reproducción o traducción de breves extractos, siempre que se indique su procedencia.*

ISSN 1560-3024

ISBN 92-9131-505-2

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: ¿un cambio repentino de rumbo?	3
Opinión de los mercados, precios de los activos y evolución macroeconómica .	6
La lucha contra la fragilidad de los sistemas financieros	10
II. Evolución de la situación en los países industrializados ..	13
Aspectos más destacados	13
Dinamismo de la economía durante la primera mitad del 2000	14
Desaceleración en la segunda mitad del año	17
Comportamiento reciente de la inflación	20
Tendencias de la productividad y perspectivas de la economía mundial	24
Evolución de la situación financiera, el ahorro y el endeudamiento	29
Evolución del comercio mundial y de las cuentas exteriores	35
III. Evolución de la situación en los mercados emergentes .	40
Aspectos más destacados	40
Evolución de los mercados financieros y flujos de capital	42
Asia	45
<i>Evolución del crecimiento y del sector externo</i>	45
<i>Evolución del sector bancario y préstamos bancarios</i>	47
<i>Retos de la política fiscal</i>	49
<i>Dependencia de las economías asiáticas de las exportaciones</i> <i>de productos de alta tecnología</i>	51
<i>Perspectivas de corto plazo</i>	52
América Latina	53
<i>Evolución del crecimiento y del sector externo</i>	53
<i>Modificación de la combinación de políticas macroeconómicas</i>	54
<i>La recesión de Argentina</i>	55
<i>Privatización y reestructuración del sector bancario</i>	56
África	57
Oriente Medio	58
Europa Central y Oriental	59
<i>Evolución del crecimiento y del sector externo</i>	59
<i>Inflación, políticas macroeconómicas y desempleo</i>	60
Crisis en Turquía	62
Cambios en el proceso de inflación de las economías emergentes	64
<i>Principales características de la reciente desinflación</i>	64
<i>Causas de la reducción de la inflación</i>	66
<i>Mantener un bajo nivel de inflación</i>	68

IV. La política monetaria en los países industrializados avanzados	72
Aspectos más destacados	72
Estados Unidos	73
Japón	76
La zona del euro	79
Países que han adoptado un objetivo de inflación	81
Reconsideración de la gestión de la política monetaria	86
<i>La elección de los indicadores de la política monetaria</i>	87
<i>Comunicación con los mercados financieros</i>	90
<i>Tácticas seguidas en los cambios de la política monetaria</i>	92
V. Los mercados de divisas	95
Aspectos más destacados	95
El dólar, el yen y el euro	96
<i>Acontecimientos clave y perspectivas de largo plazo</i>	96
<i>Factores determinantes de las fluctuaciones de los tipos de cambio</i>	100
<i>Intervención en el mercado euro/dólar</i>	105
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
Liquidez en los mercados de divisas	113
<i>El cambio de la estructura de los mercados de divisas</i>	114
VI. Mercados financieros	118
Aspectos más destacados	118
Los mercados de acciones	119
<i>¿Burbujas especulativas o variables fundamentales de la economía?</i>	119
<i>Información y precios de las acciones</i>	122
<i>La bolsa de Tokio y los bancos japoneses</i>	124
<i>Consecuencias para la economía real</i>	124
Los mercados de bonos	126
<i>La fijación del precio del riesgo crediticio y la respuesta de los prestatarios</i>	127
<i>Ciclos del crédito en 1990 y en el 2000</i>	133
Financiación externa para los mercados emergentes	135
Funcionamiento de los mercados	139
VII. Ciclos y sistema financiero	144
Aspectos más destacados	144
Ciclos financieros	144
<i>Crédito y precios de los activos</i>	146
<i>Conducta cíclica de las instituciones y de los mercados</i>	149
Mecanismos subyacentes a la amplificación financiera	152
<i>La valoración del riesgo a lo largo del tiempo</i>	153
<i>Incentivos</i>	155
<i>Prácticas contables y regulación normativa</i>	155
Opciones posibles de política económica	158
<i>Regulación y supervisión</i>	159
<i>La política monetaria</i>	163

VIII. Conclusiones: ¿es el pasado reciente el prólogo?	166
Políticas destinadas a promover la estabilidad macroeconómica y el crecimiento	168
Políticas destinadas a promover la estabilidad financiera	175
Cooperación en la consecución de la estabilidad financiera	180
<hr/>	
Actividades del Banco	183
Contribución directa del BPI a la cooperación monetaria y financiera internacional	183
<i>Consultas periódicas sobre cuestiones monetarias y financieras</i>	183
<i>Fomento de la estabilidad financiera a través de los comités permanentes</i> ..	185
<i>Comité de Supervisión Bancaria de Basilea</i>	186
<i>Comité sobre el Sistema Financiero Global</i>	187
<i>Comité sobre Sistemas de Pago y Liquidación</i>	188
<i>Oficina de Representación para Asia y el Pacífico</i>	190
<i>Instituto para la Estabilidad Financiera</i>	191
Contribución del BPI a una cooperación financiera internacional más amplia ..	192
<i>Grupo de los Diez</i>	192
<i>Foro sobre la Estabilidad Financiera</i>	192
<i>Asociación Internacional de Supervisores de Seguros</i>	194
Otros tipos de cooperación con los bancos centrales	195
<i>Cooperación sobre cuestiones estadísticas</i>	195
<i>Cooperación con los grupos regionales de bancos centrales</i>	196
<i>Coordinación de la asistencia y la formación técnicas</i>	196
<i>Grupo de Expertos en Informática</i>	196
Funciones de agente y fideicomisario	197
<i>Fideicomisario de empréstitos públicos internacionales</i>	197
<i>Funciones de agente depositario de garantías</i>	197
Operaciones del Departamento Bancario	197
<i>Pasivo</i>	198
<i>Activo</i>	199
Beneficios netos y su distribución	199
Modificación de los Estatutos del Banco	201
<i>Recuperación de las acciones que estaban en manos de particulares</i>	201
<i>Otras cuestiones</i>	202
Cambios de la composición del Consejo de Administración	202
Balance de situación y cuenta de pérdidas y ganancias	205
Consejo de Administración	220
Alta dirección del Banco	221

Los capítulos del original —en inglés— del presente informe se enviaron a la imprenta entre el 14 y el 22 de mayo de 2001.

Índice de gráficos (*) y cuadros

	Página
Evolución de la situación en los países industrializados	
Descomposición del crecimiento del PIB*	14
Tipo de interés real, resultado fiscal estructural y brecha del producto*	15
Deuda del sector público*	16
Petróleo: precio, producción y demanda*	17
Inflación y brecha del producto*	21
Participación del trabajo en la renta y la inflación*	24
Cambios en la productividad del trabajo en el sector empresarial	25
Contribución al crecimiento de la productividad del trabajo en el sector empresarial no agrícola de Estados Unidos	27
Tipos de interés reales y relación precio/beneficios en Estados Unidos*	29
Saldos financieros netos por sectores*	30
Ahorro privado neto*	31
Endeudamiento del sector privado en Estados Unidos*	32
Evolución de la tasa de ahorro de los hogares	33
Evolución comparativa en Japón y en Estados Unidos	34
Comercio y precios en el mercado internacional	35
Participación del comercio exterior	36
Balanza de pagos de las tres principales zonas económicas	37
Relación estimada entre el ahorro y la inversión nacionales	38
Tipos de interés reales y desequilibrios de la cuenta corriente*	38
Cuenta corriente de la balanza de pagos de las principales regiones	39
Evolución de la situación en los mercados emergentes	
Crecimiento, inflación y balanza por cuenta corriente	41
Crecimiento del PIB: predicciones para el 2001*	42
Precios de las acciones y diferenciales de los bonos*	43
Correlaciones entre las variaciones del índice Nasdaq y de los precios de las acciones	43
Flujos netos de capital privado en las economías de mercado emergentes	44
Demanda interna y exportaciones netas	46
Crédito interno y préstamos internacionales*	47
Resultado fiscal y deuda pública	50
Exportaciones de productos de alta tecnología de las economías asiáticas	51
Actividad del sector de alta tecnología de las economías asiáticas*	52
Comercio, exportaciones de petróleo y crecimiento en América Latina en el 2000	54
Evolución de los mercados financieros de Europa Central y Rusia*	61
Inflación y crecimiento del PIB*	64
Inflación de precios de consumo y determinantes seleccionados*	66
Resultado fiscal y crédito interno de los bancos centrales*	67
Inflación de precios de consumo y algunos componentes*	70
La política monetaria en los países industrializados avanzados	
Indicadores económicos de Estados Unidos*	75
Indicadores económicos de Japón*	78

Indicadores económicos de la zona del euro*	81
Inflación y tipos oficiales en los países que han adoptado un objetivo de inflación*	83
Tipos de cambio en los países que tienen un objetivo de inflación*	85
Diferenciales de rendimiento y recesiones en Estados Unidos*	89
Índices bursátiles y expectativas sobre los tipos de interés a tres meses*	91
Periodicidad de las reuniones y modificaciones de los tipos de interés	93

Los mercados de divisas

Tipos de cambio efectivos nominales del dólar, el yen y el euro*	96
Tipos de cambio, volatilidad implícita y reversión del riesgo del dólar, el yen y el euro*	97
Inversión internacional de Estados Unidos, Japón y la zona del euro: posición y renta, en valores netos*	98
Reservas oficiales de divisas	99
Diferencias entre las predicciones del crecimiento de las tres principales economías*	101
Movimientos acumulados de inversión de cartera entre las tres principales economías*	102
Fusiones y adquisiciones y tipo de cambio entre el euro y el dólar*	103
Respuesta del tipo entre el euro y el dólar a las noticias sobre la zona del euro*	103
Tipos de cambio y diferenciales entre los tipos de interés*	104
Distribuciones de probabilidad del dólar con respecto al euro*	105
Tipos de cambio de algunas monedas europeas frente al euro*	106
Precios de las materias primas, diferenciales de crecimiento y de tipos de interés y tipos de cambio*	107
Tipos de cambio en las economías de mercado emergentes*	109
Mercados bursátiles, tipos de cambio y exportaciones de productos de alta tecnología en las economías de mercado emergentes	110
Actitud de los inversionistas hacia el riesgo y la liquidez*	111
Volumen de transacciones y volatilidad en los mercados emergentes*	112
Volatilidad de los tipos de cambio y de los tipos de interés en las economías mercados emergentes	113
Volumen de transacciones en el mercado de divisas	114
Composición por monedas del volumen de transacciones de divisas	115
Volatilidad de los principales mercados de divisas	115

Mercados financieros

Índices bursátiles*	120
Acciones de empresas del sector de alta tecnología: relación precio/beneficios, variaciones de los precios y crecimiento de los beneficios	121
Estados Unidos: efectos de la nueva información*	123
Emissiones de acciones*	125
Confianza de los consumidores, desempleo y mercado bursátil	126
Curvas de rendimientos de los <i>swaps</i> de tipos de interés*	127
Diferenciales de los bonos de empresas y del Gobierno*	128
Emissiones netas de títulos de deuda*	129
Emissiones brutas de títulos de deuda internacionales*	130
Empresas de telecomunicaciones: financiación internacional*	131
Diferenciales de los efectos comerciales en Estados Unidos*	132
Factores que influyen en la fijación del precio del riesgo crediticio*	134
Influencia del Nasdaq en los mercados bursátiles de las economías emergentes*	136

Países en vías de desarrollo: financiación internacional bancaria y de títulos* .	137
Posiciones externas de los bancos frente a países en vías de desarrollo*	138
Créditos consolidados de los bancos declarantes al BPI sobre los países en vías de desarrollo*	139
Flujos hacia los fondos de cobertura, y liquidez del mercado*	141
Swaps de tipos de interés*	142

Ciclos y sistema financiero

Ciclos del crédito y tensión financiera*	147
Ciclos del crédito y de los precios de los activos	148
Crédito y precios de la propiedad inmueble de uso comercial*	149
Diferenciales crediticios y acceso al capital*	150
Rentabilidad y gastos en provisiones para riesgos de los bancos*	151
Rentabilidad de los grandes bancos en 1999 y 2000	152
Calificaciones de crédito en el momento de la crisis asiática*	154
Correlación de los capitales y de las provisiones de riesgo para créditos con el ciclo económico*	156
Coefficientes de capital de los bancos*	157

Convenciones utilizadas en este informe

e	estimado
exc.	excluido
izda., dcha.	escala de la izquierda, escala de la derecha
...	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.

71° Informe Anual

*presentado a la Asamblea General Anual
del Banco de Pagos Internacionales
reunida en Basilea el 11 de junio de 2001*

Señoras y señores:

Me complace presentarles el 71° Informe Anual del Banco de Pagos Internacionales, correspondiente al ejercicio financiero que se cerró el 31 de marzo de 2001.

Los beneficios netos del ejercicio ascendieron a 271,7 millones de francos oro, que cabe comparar con los de 307,8 millones de francos oro, correspondientes al ejercicio anterior. Pueden verse los pormenores de los resultados del ejercicio 2000/01 en la sección titulada "Beneficios netos y su distribución", que figura en la página 199 del presente informe.

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 48,6 millones de francos oro al pago de un dividendo de 360 francos suizos por acción.

El Consejo recomienda asimismo que se transfieran 44,6 millones de francos oro al fondo de reserva general, 3,0 millones de francos oro al fondo especial de reserva para dividendos, y el remanente, que asciende a 175,5 millones de francos oro, al fondo de reserva libre.

Si estas propuestas fueran aprobadas, el dividendo del Banco para el ejercicio financiero 2000/01 será pagadero a los accionistas el 1 de julio de 2001.

Basilea, 22 de mayo de 2001

ANDREW CROCKETT
Director General

I. Introducción: ¿un cambio repentino de rumbo?

El acontecimiento más significativo que ocurrió durante el periodo examinado fue la brusca desaceleración de la actividad económica en Estados Unidos iniciada en el segundo semestre del año pasado. Aunque hacía tiempo que se esperaba, e incluso se deseaba, lo repentino de su llegada sorprendió por varias razones. Parecía indicar el fin o, al menos, una significativa interrupción de una década de expansión mundial en la que la economía estadounidense había desempeñado un papel desproporcionado aunque positivo (véase el capítulo II). Estuvo acompañada de una aparente interrupción de la recuperación en Japón, así como de una desaceleración en muchos mercados emergentes (véase el capítulo III) y, aunque en mucha menor medida, en Europa. Además decepcionó profundamente a quienes esperaban que la “nueva economía” basada en la tecnología de la información hubiera convertido tanto los ciclos de las existencias como las bruscas fluctuaciones del gasto de inversión en cosa del pasado.

En seguida se buscaron los responsables habituales para explicar este giro mundial de los acontecimientos. Los precios del petróleo habían subido vertiginosamente afectando al gasto de muchas economías de mercado emergentes en mayor medida incluso que en las industrializadas. Los tipos de interés a corto plazo se habían elevado en todos los grandes países industrializados, bien para hacer frente a las incipientes presiones inflacionarias, bien, como en el caso de Japón, para retomar una orientación monetaria más ortodoxa ante algunos signos de recuperación económica. También se pensó que una parte de la responsabilidad correspondía a los mercados financieros, puesto que los índices bursátiles de la nueva economía habían bajado considerablemente en todos los países con respecto a los máximos alcanzados en marzo del 2000. Las condiciones crediticias se habían endurecido asimismo en todo el mundo, desigual pero inexorablemente a lo largo del año, especialmente en el caso de los créditos de menor calidad. En estas circunstancias, se consideró lógica, además de deseable, una cierta disminución del gasto en las economías que estaban operando en el nivel de plena capacidad, y con idénticos ojos se miraba la inversión de la anterior tendencia a endurecer la política monetaria en los países más afectados por la desaceleración. A la luz de la historia económica desde la posguerra, todo esto podría calificarse de normal.

Sin embargo, al mismo tiempo preocupaba la sospecha de que otras fuerzas menos habituales hubieran entrado en escena. En opinión de algunos observadores, la expansión vivida presentaba algunas de las características de los ciclos económicos anteriores a la Primera Guerra

Mundial, comparación original, aunque quizá no muy desacertada, dada la incesante oleada de liberalización y globalización financiera que ha caracterizado a las últimas décadas. Al igual que sucedió en las revoluciones tecnológicas anteriores —el canal, el ferrocarril, la electrificación y el automóvil— en el ciclo actual se produjo un acusado incremento de acumulación de capital relacionada con el progreso técnico, de la que se han beneficiado sobre todo los sectores de la tecnología de la información y de las telecomunicaciones. Este incremento se vio acompañado y reforzado por bruscas subidas de los precios de las acciones que generaron una abundante oferta de capital de riesgo de bajo costo. Por otra parte, al encontrarse la inflación, en términos generales, en niveles bajos o descendentes, los tipos de interés reales se mantuvieron relativamente reducidos. Aunque estas tendencias se dejaron ver con especial nitidez en Estados Unidos, también se manifestaron en mayor o menor medida en otros países. La subsiguiente percepción de vulnerabilidad a escala mundial, en caso de que los beneficios previstos no llegaran a materializarse, contribuyó probablemente a que muchos bancos centrales decidieran bajar los tipos de interés una vez que la Reserva Federal comenzó una fase de relajación de la política monetaria excepcionalmente intensa en enero de este año (véase el capítulo IV).

Otra característica positiva de los últimos años de expansión, que persistió durante todo el periodo examinado, fue la estabilidad de los indicadores agregados de la inflación. En muchos países, tanto economías de mercado emergentes como industrializadas, las medidas de la inflación subyacente reaccionaron de una forma inesperadamente moderada a las presiones originadas por las bajas tasas de desempleo, la depreciación de los tipos de cambio y la subida de los precios del petróleo. Esta moderación se debió, en parte, al aumento de la capacidad de producción, especialmente de bienes manufacturados, generado por el prolongado periodo anterior de elevadas inversiones. Sin embargo, tampoco puede olvidarse la influencia de otros factores, como la liberalización de los mercados de productos, la globalización del comercio de bienes y servicios, la austeridad fiscal y la creciente credibilidad de los objetivos antiinflacionarios de los bancos centrales. Todo ello contribuyó a crear un “mercado de compradores” que coadyuvó a mitigar la inflación y a mantenerla baja.

Naturalmente, al mostrar los precios una tendencia generalizada a la inmovilidad, hubo que encontrar otras formas de amortiguar perturbaciones, como el alza de los precios del petróleo, para que los beneficios no resultaran afectados. Esto se logró durante una gran parte del periodo examinado. En Estados Unidos, en la mayoría de los países europeos y en Japón, las subidas de los salarios nominales fueron sorprendentemente moderadas, gracias a la mejora de los mercados de trabajo en los dos primeros casos y a la inseguridad laboral y a la recesión en el último. Por otra parte, en la economía mundial se observó un círculo virtuoso de moderación de los salarios a resultas de la de los precios. Y por último, en Estados Unidos en particular, la productividad del trabajo había experimentado durante los últimos años un notable incremento, que ayudó a contener los precios sin reducir los beneficios. No obstante, en muchos países, las perspectivas de

beneficios han empeorado ostensiblemente en los últimos trimestres y los sectores de la nueva economía de todo el mundo han resultado especialmente afectados. Esta evolución ha contribuido considerablemente al deterioro de la situación de los mercados financieros, que ha comenzado a repercutir en el nivel de actividad económica mundial.

Otra característica reciente del proceso actual de globalización ha sido la facilidad con que los movimientos internacionales de capitales han respondido a las profundas diferencias entre las tasas nacionales de ahorro. En Estados Unidos, la tasa de ahorro privado neto cayó hasta situarse por debajo del -6% del PIB el año pasado (lo que significa una disminución de 12 puntos porcentuales desde 1992), mientras que en Japón aumentó a casi un 9%. Aunque en algunos países los resultados fiscales redujeron en parte esta diferencia, continuaron registrándose significativos desequilibrios en la cuenta corriente, que se financiaron mediante cuantiosas entradas de capital en Estados Unidos, consistentes cada vez más en la compra de acciones y en inversión extranjera directa. En términos más generales, se observó una divergencia similar entre las pautas de elevado ahorro de las economías asiáticas y europeas y las del hemisferio occidental. De nuevo, la inversión extranjera directa desempeñó un importante papel, especialmente en América Latina, en la financiación de los déficit por cuenta corriente resultantes.

Las entradas de capital en Estados Unidos, así como en otros países receptores, estuvieron motivadas en parte por el deseo de diversificación y por la percepción de oportunidades de inversión con un rendimiento superior a la media. Sin embargo, al mismo tiempo, prestaron un sólido apoyo al dólar de Estados Unidos (véase el capítulo V), lo que a su vez contribuyó a amortiguar las presiones inflacionarias. La persistente fortaleza del dólar, incluso después de que empezaran a observarse claros indicios de desaceleración económica en Estados Unidos, podría indicar que el mercado los interpretó como una mera interrupción temporal antes de que se reafirmase el crecimiento potencial de la nueva economía. También es concebible que, a medida que crecía la incertidumbre sobre las perspectivas económicas mundiales, fuera cobrando preponderancia el carácter de escudo protector de la moneda de reserva, atendiendo sobre todo a la imagen de solidez de los sistemas fiscales y bancarios. Queda aún por ver si estos supuestos e impresiones serán ratificados con el paso del tiempo.

No todos los países que necesitaban financiación externa la obtuvieron con tanta facilidad. En Argentina, los continuos excesos fiscales y, en Turquía, los problemas estructurales del sector bancario, entre otras razones, generaron intensas presiones sobre los tipos de interés y de cambio y, en el segundo caso, provocaron además una fuerte depreciación de la moneda. A finales de abril, el efecto de contagio de estos incidentes había sido relativamente limitado. No sólo había un menor grado de apalancamiento en el sistema que en crisis anteriores sino que, además, los mercados financieros internacionales parecían saber distinguir cada vez mejor entre los diferentes grados de riesgo crediticio (véase el capítulo VI). El hecho de que muchos sistemas de tipo de cambio fijo ajustable se hubieran sustituido por sistemas

de tipo de cambio flotante con intervención probablemente constituyera otro factor a tener en cuenta.

Durante el periodo examinado, se tomaron algunas medidas para fortalecer el sistema financiero internacional. En muchas economías de mercado emergentes se realizaron esfuerzos constantes para mejorar los sistemas financieros y los sistemas de pago, inspirándose generalmente en las prácticas acordadas a escala internacional. Por otra parte, el aumento de la competencia y de la concentración en el seno de los sectores financieros de los países industrializados atrajo en mayor medida la atención de las autoridades económicas. Se produjo una creciente toma de conciencia de que a lo largo de la historia los cambios financieros rápidos y la expansión del crédito aparejada a ellos habían desembocado en un catálogo de dificultades (véase el capítulo VII). El hecho de que las autoridades evaluaran periódicamente dichos elementos de vulnerabilidad resultaba beneficioso pero, naturalmente, no garantizaba que se hubiera eliminado el problema de las crisis financieras recurrentes.

Opinión de los mercados, precios de los activos y evolución macroeconómica

Aunque la economía mundial acusó de manera creciente el efecto de perturbaciones comunes y una mayor interdependencia en términos reales y financieros, la impronta de los comportamientos de naturaleza idiosincrásica relacionados con el estado de ánimo y con la opinión de los mercados de las principales regiones continuó teniendo una gran trascendencia. En ningún país fue tan espectacular la evolución económica como en Estados Unidos, donde el crecimiento del PIB aumentó a casi un 6% durante el primer semestre del 2000 bajo la influencia del elevado gasto de consumo y de un aumento aún mayor de la inversión empresarial fija. Ambos fenómenos se debieron en gran parte al dinamismo anterior de los mercados de valores, que incrementó la riqueza de los consumidores al tiempo que redujo los costos de financiación de las empresas. El fácil acceso al crédito procedente de una creciente variedad de fuentes, muchas de ellas extranjeras, también contribuyó a ello. Todo esto se vio reforzado por una sensación de bienestar motivada por el convencimiento de que el impulso de la nueva tecnología de la información y de las comunicaciones había colocado de forma permanente tanto a la productividad como a los beneficios en una senda de mayor crecimiento.

No obstante, a medida que avanzaba el año, comenzaron a aparecer indicios de que se acumulaban los riesgos. El Nasdaq inició una caída ininterrumpida, y lo mismo ocurrió con otros índices, aunque en menor medida. Como consecuencia, en Estados Unidos el patrimonio nominal de los hogares disminuyó en el 2000 por primera vez desde la posguerra. A la inversa, la proporción representada por la deuda de los hogares y su servicio en la renta personal disponible aumentaron hasta casi alcanzar niveles récord, mientras que la tasa de ahorro personal se tornó negativa. Aunque los niveles conjuntos de deuda empresarial distaban de los máximos históricos,

aumentaron las dificultades de las empresas de menor tamaño. Los bancos impusieron criterios mucho más estrictos para la concesión de préstamos, la financiación en el mercado de bonos para los prestatarios de menor calificación crediticia devino casi imposible durante un tiempo y los proveedores de equipamiento de alta tecnología restringieron por su parte la financiación de sus ventas.

En Estados Unidos, las ventas finales internas sufrieron una fuerte desaceleración en el cuarto trimestre, que afectó a todos sus componentes, y la confianza de los consumidores también se debilitó notablemente. Los beneficios cayeron y se multiplicaron las señales de alarma sobre los beneficios. Por otra parte, había cada vez mayor conciencia de que algunos factores reversibles podían haber inflado los beneficios declarados o diluido el valor de las acciones: la subida de los precios de éstas había fomentado la suspensión temporal de las aportaciones a los planes de pensiones; la creciente utilización de opciones para la compra de acciones había permitido a las empresas reducir sus impuestos y entrañaba el riesgo de diluir el valor de las acciones; además la utilización de acciones ordinarias para realizar adquisiciones a relaciones precio-beneficios infladas había reducido aún más los derechos de los accionistas de las empresas adquirentes. No obstante, la posterior mejora de los indicadores económicos reforzó la convicción de quienes esperaban que la desaceleración sólo fuera temporal. En particular, la reducción de las existencias observada en el primer trimestre del 2001 superó con creces las expectativas. Por otra parte, sorprendió la resistencia del gasto de consumo, considerando los anuncios de recortes de empleo y los descensos del nivel de confianza de los consumidores que se registraron.

El repentino cambio de las circunstancias económicas de Estados Unidos se tradujo en un viraje excepcionalmente rápido de la orientación de la política monetaria. En términos generales, tanto la postura restrictiva adoptada anteriormente como la fase de relajación posterior obedecían al deseo de moderar el ciclo económico y mantener al mismo tiempo la estabilidad de los precios internos. Sin embargo, dada la creciente importancia de los precios de los activos financieros en Estados Unidos y su dependencia del clima de confianza, la Reserva Federal encontró limitaciones significativas, aunque sutiles, a la hora de actuar. En particular, resultaba más que nunca de vital importancia que el recorte de los tipos no se considerara ni demasiado pequeño ni demasiado grande: en el primer caso, el gasto podía quedarse estancado; en el segundo, podía producirse una oleada de euforia en los mercados financieros o, por el contrario, de pánico si éstos sospechaban que la Reserva Federal poseía información que ellos desconocían. Al final, la primera reducción significativa de los tipos de interés llevada a cabo en enero provocó una brusca relajación de las condiciones crediticias que las ulteriores reducciones contribuyeron a mantener. También resultó afortunado que otro factor que podía limitar la disposición de la Reserva Federal a relajar la política monetaria, un rebrote de la inflación interna, no se produjera con tanta fuerza como hacían presagiar las subidas anteriores de los precios de la energía y la aceleración más reciente de los costos laborales unitarios.

La economía japonesa continuó mostrándose débil en términos generales, pero registró un patrón trimestral similar a la de Estados Unidos, si bien en este país la fe en la nueva tecnología mantuvo un espíritu subyacente de optimismo, a pesar de la desaceleración del segundo semestre, en Japón la sensación fue diferente. El país seguía sufriendo las consecuencias del estallido de la burbuja económica en la década anterior: exceso de capacidad industrial instalada y escasos beneficios, caída del valor de las acciones y persistente debilidad del sector financiero. Por otra parte, dada la crónica incapacidad de las autoridades para abordar con decisión estas cuestiones, al pesimismo reinante acerca de la situación, se unió a la creencia de que el futuro no deparaba probablemente nada nuevo.

La producción industrial japonesa aumentó temporalmente en el primer semestre del 2000, debido a la recuperación experimentada por Estados Unidos y Asia. Este aumento incrementó tanto los beneficios como la inversión, especialmente en el sector de alta tecnología. Sin embargo, a medida que se debilitaba el estímulo externo y se hacían más evidentes los efectos del fortalecimiento anterior del yen, esta prometedora evolución se disipó. Los consumidores, por el contrario, se mostraron vacilantes durante todo el periodo. Manifestaron mayor propensión al ahorro que al gasto al haber sufrido grandes pérdidas en su patrimonio personal y estar preocupados por el estado de sus planes de pensiones basadas en un sistema de reparto y viendo crecer las amenazas tanto sobre sus ingresos como sobre su empleo a medida que avanzaba lentamente la reestructuración industrial. Es posible que el descenso de los precios al por menor, que obedeció en parte a la evolución positiva en el lado de la oferta, reafirmara esta actitud expectante.

Las autoridades macroeconómicas, por su parte, utilizaron el poco margen de maniobra que aún tenían. La política de tipo de interés cero se suspendió brevemente cuando pareció que mejoraba la situación económica durante el verano, pero se restauró de hecho al adoptarse un objetivo cuantitativo explícito para el exceso de reservas de los bancos. Al mismo tiempo, el Banco de Japón declaró que mantendría esta política hasta que los precios de consumo dejaran de bajar. Se esperaba que este compromiso ayudara a mantener el impresionante y positivo descenso de los tipos a más largo plazo durante el segundo semestre del año. La política fiscal confirió un nuevo estímulo a la economía, aunque el convencimiento, cada vez más extendido, de que la rentabilidad negativa de las inversiones y las garantías del Estado acabarían convirtiéndose en una considerable carga para los contribuyentes fue disipando progresivamente sus efectos.

La esperanza de que el lento crecimiento de Estados Unidos y de Japón fuera contrarrestado por un crecimiento más rápido en otros países sólo se hizo realidad en parte. Al igual que Estados Unidos, los principales países de habla inglesa crecieron a un ritmo excesivo durante el primer semestre, pero la mayoría también mostró posteriormente signos de una brusca desaceleración, acompañados de recortes de los tipos de interés. El Reino Unido fue el único que mantuvo la tendencia de crecimiento, aunque, incluso en ese país, los tipos oficiales se bajaron finalmente en vista de las previsiones.

La actividad económica tampoco se aceleró en la zona del euro en la medida esperada, aunque la desaceleración del crecimiento fue, al menos, inferior al de otras regiones. Dado que los niveles de demanda interna eran relativamente sólidos, gracias al aumento de la confianza de los consumidores provocado por el incremento excepcionalmente rápido del empleo, durante un tiempo pareció que Europa Continental permanecía inmune a los acontecimientos externos. Aun así, la trayectoria descendente que había mostrado el tipo de cambio del euro durante dos años no se invirtió de manera sustantiva. Por otra parte, la debilidad del euro, unida a la subida de los precios del petróleo, contribuyó a situar la inflación general por encima del objetivo de estabilidad de precios fijado por el Banco Central Europeo (BCE). Cuando, a finales del periodo examinado, los indicadores mostraron una desaceleración del crecimiento y una cierta mejora de las perspectivas de inflación, el Eurosistema llevó a cabo una prudente relajación de la política monetaria. De hecho, el reciente historial de austeridad fiscal permitió incluso bajar los tipos impositivos en algunos países europeos. Los efectos sobre la demanda de estas reducciones de los impuestos, aunque motivadas inicialmente por preocupaciones estructurales, vinieron a reforzar positivamente las futuras perspectivas de crecimiento.

Las economías de mercado emergentes registraron una tasa media de crecimiento real del 6% en el 2000. Por otra parte, todas las grandes regiones y casi todas las principales economías participaron de la expansión. No obstante, fueron apareciendo gradualmente diversos indicios de tensiones y los precios de las acciones bajaron en general tras la caída del Nasdaq. El crecimiento de las exportaciones también tendió a desacelerarse, si bien en algunos países el aumento de la demanda interna contrarrestó en parte esta tendencia.

Los pedidos de exportaciones de productos electrónicos disminuyeron en todos los países, pero especialmente en el este asiático. No obstante, la repercusión en cadena en los tipos de cambio fue ostensiblemente menor que en 1997, debido a la tendencia a adoptar tipos de cambio fluctuantes, al saldo en general positivo de las balanzas comerciales, al elevado nivel de reservas y a un grado de dependencia mucho menor de las entradas de capital a corto plazo. China e India resultaron afectadas en menor medida, ya que seguían siendo economías relativamente cerradas, si bien continuaron teniendo problemas internos debido a que muchas empresas son todavía de propiedad estatal y a los consiguientes problemas fiscales. En América Latina, la persistente incapacidad de Argentina para controlar su déficit presupuestario planteó interrogantes respecto a su capacidad de pago de la deuda y a la posible necesidad de reestructurarla. Como consecuencia, los diferenciales de los bonos argentinos sobrepasaron durante un tiempo los 1.000 puntos básicos y los de algunos otros bonos soberanos comenzaron asimismo a ampliarse. En otros países de la región, la aceleración del crecimiento comenzó a generar presiones inflacionarias que, aunque en nada comparables a los excesos del pasado, llevaron a algunos bancos centrales a endurecer la política monetaria. A excepción de los países productores de petróleo, también aumentó la preocupación por los continuos y elevados

déficit comerciales de algunos países de América Latina y de Europa Central así como por su posible vulnerabilidad en caso de que comenzara a declinar la confianza de los inversionistas extranjeros.

La lucha contra la fragilidad de los sistemas financieros

En los últimos 20 años, las sucesivas crisis han demostrado claramente que los problemas del sistema financiero pueden provocar perturbaciones macroeconómicas y amplificar considerablemente sus costos. Algunas deficiencias son atribuibles a instituciones específicas, otras al funcionamiento del mercado y otras a las características del propio sistema financiero mundial. Como cabría esperar, los gobiernos, en su deseo de garantizar la igualdad de las condiciones competitivas y de evitar los efectos de contagio, han realizado grandes esfuerzos durante los últimos años para identificar las vulnerabilidades financieras y tratar de superarlas. Estos esfuerzos se intensificaron cuando comenzaron a surgir dudas sobre la durabilidad de la expansión económica mundial.

Algunas de las vulnerabilidades de los sistemas financieros que se hicieron visibles en el horizonte temporal considerado venían ya de antiguo. El principal era la incapacidad para armarse de la voluntad necesaria para llevar a cabo una reestructuración decisiva del sistema empresarial y bancario japonés. De hecho, si se permitía la fusión de grandes bancos sin exigir su reestructuración, la situación no cambiaría. Asimismo, es posible que la ampliación del programa de garantía de depósitos y los nuevos intentos de las autoridades de contener el descenso de los precios de las acciones disuadieran a los bancos de adoptar medidas de reestructuración contundentes. La mejora de la supervisión de las instituciones financieras y la imposición de criterios contables más estrictos sólo compensó en parte estas deficiencias más generales. En otros países del este asiático, prosiguió por lo general la reestructuración del sector financiero, aunque a menudo con una amplitud y un ritmo insuficientes. En términos generales, los sistemas bancarios aún no habían recuperado su rentabilidad y el crecimiento del crédito bancario continuaba siendo escaso. En Europa Oriental y en América Latina, siguió aumentando la presencia de bancos extranjeros. Este hecho por una parte, se consideró positivo, puesto que se esperaba que su aportación de capital, tecnología y conocimientos de gestión contribuyeran a la estabilidad financiera local. Por otra, en algunos países se temía que las entidades extranjeras carecieran tanto de la voluntad como de la preparación necesarias para prestar a las empresas locales de menor tamaño.

Otras preocupaciones que se manifestaron en el periodo examinado eran por su propia naturaleza menos concretas. A pesar de los elevados niveles de beneficios y de capital, se tenía la sospecha de que los bancos de algunos de los países que se encontraban en una fase más avanzada del ciclo estaban más expuestos sin advertirlo a los créditos de mayor riesgo y esa sospecha se debía en parte al hecho de que las provisiones para riesgo de crédito fueran reducidas. Los grandes volúmenes de préstamos sindicados concedidos a empresas de telecomunicaciones constituían otro motivo de preocupación,

sobre todo en Europa, ya que disminuyeron las probabilidades de que éstos se reembolsaran con celeridad a partir de los ingresos generados por las ventas de activos, las ofertas públicas iniciales y las emisiones de bonos. Asimismo surgieron otras preocupaciones similares en relación con las dificultades de algunos emisores para refinanciar los efectos comerciales pendientes, ya que eso significaba la posibilidad de que se recurriera a líneas de crédito negociadas previamente con los bancos. En ambos casos, la sorprendente velocidad con que se revisó a la baja la calificación crediticia de algunas de las empresas anteriormente consideradas de gran solvencia agravó la preocupación.

Debido en alguna medida a estos acontecimientos, los bancos de muchos países industrializados endurecieron las condiciones crediticias y se ampliaron en general los diferenciales de los créditos en los mercados de capitales. Sin embargo, a diferencia de lo ocurrido en episodios anteriores, parece que la preocupación por la solvencia de las instituciones financieras no se tradujo en un peor funcionamiento ni en una restricción de la liquidez de los mercados financieros. La explicación se encuentra en alguna medida en la actitud más cauta que habían adoptado los principales operadores hacia los grandes riesgos.

Prosiguieron a buen ritmo los esfuerzos para promover a largo plazo un sistema financiero más sólido. Especialmente notables y positivos fueron los realizados por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, en estrecha colaboración con los supervisores de los mercados emergentes y el sector privado, para elaborar un Acuerdo de Capital que permitiera valorar los riesgos de manera más precisa. Los detalles de este proceso, así como las aportaciones de otros grupos y comités radicados en Basilea, pueden encontrarse en el capítulo dedicado a las actividades del Banco. Por otra parte, bajo los auspicios del Foro sobre la Estabilidad Financiera, se realizaron nuevos progresos en la elaboración de unas normas que pudieran contribuir a la estabilidad financiera y de recomendaciones sobre los problemas que planteaban las instituciones más endeudadas, los centros financieros extraterritoriales y los movimientos internacionales de capitales. Sin embargo, fue en el campo de la aplicación de las normas internacionales en el que se lograron los mayores avances, ya que el FMI y el Banco Mundial hicieron que se prestara mayor atención a su aplicación concreta tanto en las economías de mercado emergentes como en los países industrializados. Aunque la toma de conciencia de los problemas no parezca más que un paso en el camino que lleva a resolverlos, no deja de ser un paso importante.

Asimismo se realizaron algunos progresos en la resolución de las diferencias de opinión sobre los procedimientos adecuados para gestionar y resolver las crisis de liquidez y de deuda pública. Estas cuestiones ocuparon de nuevo el primer plano a raíz de la ayuda concedida recientemente por el Fondo a Argentina y a Turquía. Varios ejemplos ocurridos durante el periodo examinado también indicaron que la reestructuración de la deuda soberana, al menos la que afectaba a los bonos emitidos por países de menor tamaño, podría gestionarse con más éxito de lo previsto si existía una disposición a aplicar las cláusulas de salida y de acción colectiva a los contratos de bonos

vigentes. Por otra parte, dado que en este momento parecía mayor la posibilidad de llegar a acuerdos ordenados de refinanciación con una importante participación del sector privado, es posible que estas experiencias contribuyeran a inclinar la balanza, aunque sólo fuera levemente, en favor de la adopción de un enfoque menos intervencionista en las crisis de la deuda soberana.

II. Evolución de la situación en los países industrializados

Aspectos más destacados

La situación macroeconómica cambió bruscamente en los países industrializados durante el transcurso del 2000. En Estados Unidos, tras registrarse una fuerte expansión durante el primer semestre, el crecimiento de la producción se desaceleró repentinamente en la segunda parte del año como consecuencia de una corrección de las existencias y una disminución de la inversión en equipamiento de alta tecnología. Esta desaceleración se transmitió rápidamente desde Estados Unidos hacia otros países y regiones, especialmente a las economías asiáticas emergentes altamente dependientes de sus exportaciones de material electrónico. En Japón, el producto disminuyó debido al estancamiento de las exportaciones y a la debilidad de la demanda interna. La zona del euro, al tener un sector empresarial menos endeudado y un sistema bancario más sólido, resistió mejor el menor ritmo de expansión de la economía. Sin embargo, las perspectivas a corto plazo de la economía mundial son particularmente inciertas en este momento. Un factor estructural, y crucial, es la naturaleza del crecimiento de la productividad en Estados Unidos. Si la aceleración que ha experimentado el crecimiento de la productividad del trabajo en los últimos años se debe a mejoras estructurales que pueden extenderse a otros países y mantener las tasas de ganancias futuras en un nivel elevado, hay mayores probabilidades de que la desaceleración de la economía sea suave y efímera.

El año pasado, el hecho de que las tasas de inflación siguieran siendo moderadas, a pesar del elevado crecimiento registrado durante el primer semestre y de la subida de los precios del petróleo, constituyó una agradable sorpresa. La inflación tendió a ser inferior de lo previsto durante toda la década de los noventa, pese al aumento sostenido de la demanda y al descenso de las tasas de desempleo. Aunque las políticas monetarias orientadas hacia la estabilidad han contribuido extraordinariamente a anclar las expectativas de la inflación, otros factores temporales, y posiblemente reversibles, han influido asimismo en su trayectoria.

El aumento de los desequilibrios financieros en las economías más importantes plantea varios interrogantes. En Estados Unidos, la magnitud negativa del ahorro del sector privado aumentó sobrepasando el 6% del PIB, elevó el déficit por cuenta corriente y puso en duda la capacidad del sector privado para seguir endeudándose. En Japón, se contempla con preocupación la capacidad del sector público para continuar contrayendo deuda ya que, tras varios años de acumular déficits presupuestarios, ésta representa más del 120% del PIB. Al mismo tiempo, los continuos interrogantes sobre la solidez del sector bancario y el creciente exceso de ahorro neto del sector privado

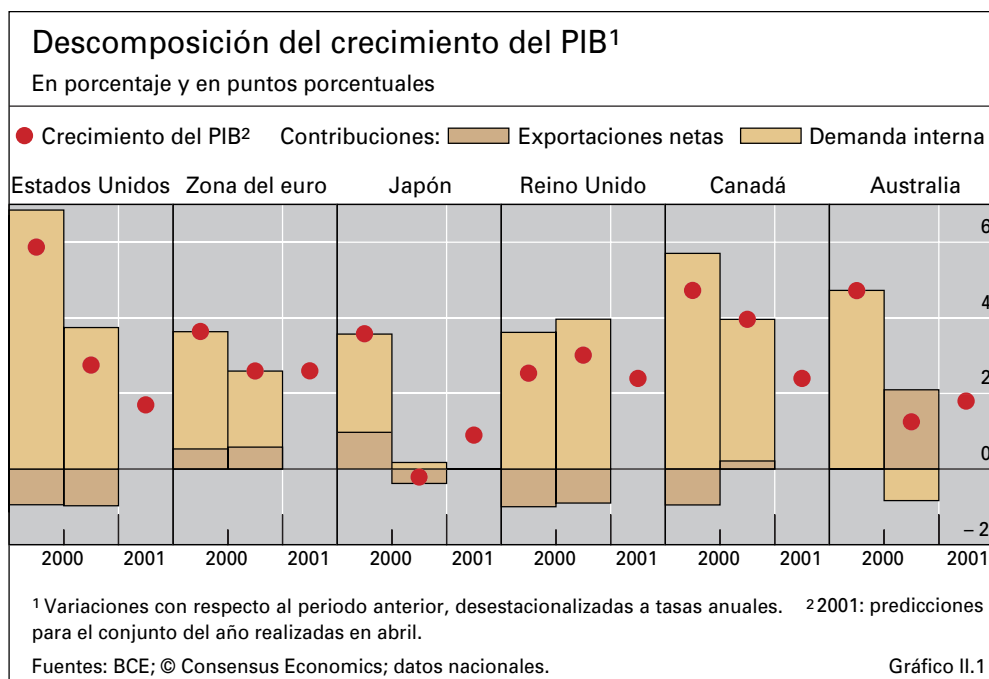
explican, en parte, que el crecimiento de la demanda interna haya sido tan débil. En la zona del euro, por el contrario, los saldos financieros del sector privado y del sector público convergieron gradualmente hacia cero el año pasado.

También es destacable el hecho de que las tasas de inversión de los países sean cada vez más independientes de las tasas nacionales de ahorro, especialmente en Europa. Esto podría significar que los mercados financieros internacionales han prestado menos atención a los desequilibrios externos en sí mismos y han desviado sus inversiones a los países con mayores tasas de rendimiento esperadas.

Dinamismo de la economía durante la primera mitad del 2000

El crecimiento del producto en los países industrializados registró una tasa anual de casi un 5% durante el primer semestre del 2000 (gráfico II.1), impulsado por la elevada demanda interna, sobre todo en Estados Unidos y otros países de habla inglesa. Ésta ha sido la tasa de aumento más alta desde finales de los años ochenta. En Estados Unidos, el crecimiento de la demanda fue impulsado, al igual que en años anteriores, principalmente por el consumo, favorecido por el acusado incremento que experimentó la renta disponible gracias a la favorable situación del mercado de trabajo, así como a las notables ganancias de capital obtenidas. El crecimiento de la inversión también fue significativo, dado el bajo costo del capital y la elevada tasa de rendimiento esperada. En Canadá, la inversión también creció rápidamente, mientras que en Australia el consumo y la inversión en viviendas se aceleraron bruscamente en anticipación al nuevo régimen de impuestos indirectos que debía entrar en vigor el 1 de julio. En el Reino Unido, el crecimiento del producto fue más moderado, aunque lo suficientemente alto como para aumentar la brecha positiva del producto estimada. El gasto de los

Elevado crecimiento impulsado por la demanda de Estados Unidos



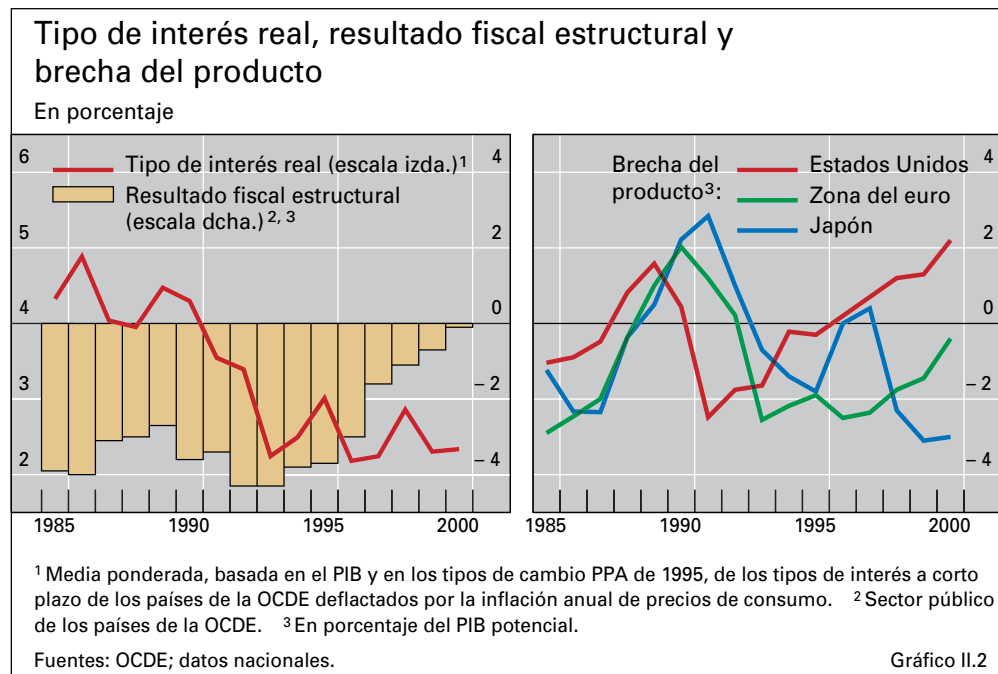
hogares, apoyado por el aumento del empleo, fue el componente más dinámico de la demanda. En cambio, la inversión empresarial se desaceleró respecto a la rápida expansión que había experimentado un año antes.

Elevado crecimiento también en Europa continental

La zona del euro registró asimismo una fuerte expansión durante el primer semestre del 2000. Aunque la tasa media de crecimiento del 3,5% anual fue muy inferior a la de Estados Unidos, significó, no obstante, una notable mejora en comparación con la década de los noventa. Las exportaciones netas, alentadas por un tipo de cambio competitivo y una situación mundial favorable, no sólo contribuyeron positivamente al crecimiento, sino que estimularon a su vez el gasto de inversión. Por otra parte, al crecer el empleo a una tasa superior al 2% anual y disminuir el desempleo, el consumo privado fue otra causa de la notable expansión. El crecimiento también fue significativo en otros países europeos durante el primer semestre del 2000. En Suiza, la producción creció aproximadamente un 4% y la inversión empresarial fue particularmente dinámica. Suecia también experimentó una elevada tasa de expansión, sustentada por el estímulo fiscal y la favorable situación del mercado de trabajo. En Noruega, prosiguió la recuperación del crecimiento iniciada a mediados de 1999, impulsada principalmente por las exportaciones netas y por la mejora que experimentó la relación de intercambio como consecuencia de la subida de los precios del petróleo. Sin embargo, al aproximarse la economía al pleno empleo (o quizá incluso al sobrepasarlo), fue necesario recurrir a una política monetaria restrictiva para frenar presiones inflacionarias.

Retorno a un crecimiento positivo en Japón

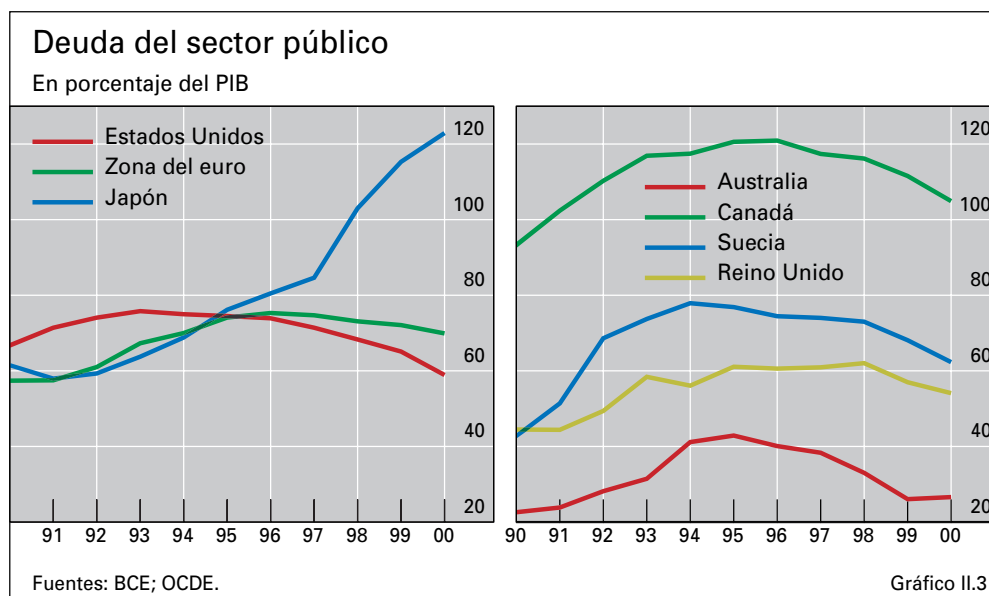
Japón volvió a registrar un crecimiento positivo tras la recesión de 1998 y el estancamiento de 1999. Las exportaciones netas, favorecidas por el auge del mercado estadounidense, así como por la fuerte recuperación de las economías asiáticas emergentes, contribuyeron en un punto porcentual a la tasa de crecimiento del PIB total. La mayor tasa de ganancias estimuló, además, la inversión fija de las empresas, sobre todo en equipamiento de alta



tecnología. La inversión pública también aumentó, debido a las medidas presupuestarias adoptadas a finales de 1999. El crédito al sector privado continuó contrayéndose, a pesar de los programas de crédito con garantía del Estado destinados a las pequeñas y medianas empresas. Además, la persistente incertidumbre sobre las perspectivas del empleo, así como la preocupación por el futuro de las pensiones, la seguridad social y las prestaciones sanitarias, limitaron el crecimiento del gasto de los hogares.

La mejora de las finanzas públicas y unos tipos de interés reales relativamente bajos en la mayoría de los países industrializados favorecieron el crecimiento (gráfico II.2). A pesar de la contracción monetaria llevada a cabo en las tres principales zonas económicas, los tipos de interés reales a corto plazo continuaron siendo bajos, especialmente si se considera el vigor de la demanda. Los tipos de interés reales a largo plazo fueron algo más altos e incluso descendieron durante el año. El ajuste presupuestario y la disminución resultante de la relación deuda pública/PIB contribuyeron indudablemente a ello e impulsaron la inversión privada. En Estados Unidos, la progresiva mejora de las finanzas públicas dio lugar a una reducción de la relación deuda pública/PIB (gráfico II.3). En la zona del euro, el mayor crecimiento, así como los ingresos generados por operaciones únicas (por ejemplo, por la venta de licencias de telefonía móvil de tercera generación (UMTS)), elevaron los ingresos del Estado. Esto resultó en posiciones presupuestarias próximas al equilibrio, lo que, dada la reducción de la brecha del producto, era acorde con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento y permitió, pues, a algunos grandes países seguir adelante con sus reformas fiscales y recortar los tipos impositivos. La reducción de la deuda también ha sido una característica destacada de la evolución de las finanzas públicas en el Reino Unido, Canadá, Australia y Suecia. En Japón, por el contrario, la relación deuda pública/PIB continuó aumentando y los bajos tipos de interés pueden atribuirse principalmente al elevado ahorro privado y a una política monetaria acomodaticia.

La combinación de políticas contribuyó al crecimiento ...



... al igual que la favorable situación de los mercados financieros

La favorable situación de los mercados de activos y de crédito contribuyó por su parte a los buenos resultados del crecimiento en Estados Unidos, así como en Canadá, Australia, los Países Bajos y Suecia. En todos los casos, las ganancias de capital, unidas a los bajos tipos de interés nominales, animaron y permitieron a los hogares endeudarse más para financiar la compra de bienes duraderos y de viviendas.

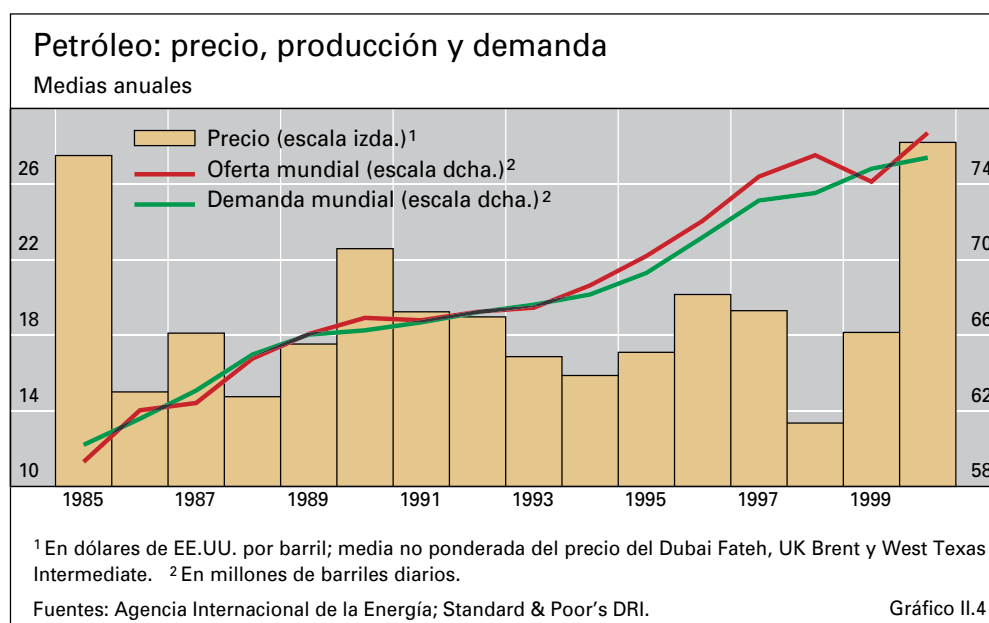
Desaceleración en la segunda mitad del año

Notable desaceleración en Estados Unidos debido a la subida de los precios del petróleo ...

Durante el segundo semestre del 2000, aparecieron algunos indicios de una significativa desaceleración (gráfico II.1). En Estados Unidos, la actividad económica se desaceleró bruscamente: el crecimiento descendió hasta el 1% anual en el cuarto trimestre. Fueron varios los factores que contribuyeron a este cambio de tendencia. En primer lugar, los precios del petróleo, que alcanzaron su nivel más bajo en 1998, se han triplicado, lo que representa un "gravamen" equivalente al 1,5% del PIB. Las razones de una subida tan acusada de los precios del petróleo no están del todo claras. Como puede observarse en el gráfico II.4, en el 2000, la demanda mundial de petróleo descendió en relación con la oferta, tras el aumento de las cuotas de producción de los países de la OPEP. Es posible que tras una década de baja o menguante inversión en el sector de la energía, la limitada capacidad de refino de Estados Unidos provocara una escasez de petróleo ligero en el mercado norteamericano. También es concebible que los bajos niveles de existencias de petróleo y la limitada capacidad de producción (salvo en Arabia Saudita), conjuntamente con una fuerte subida del precio del gas natural y la creencia de que Estados Unidos continuaría creciendo a un ritmo vigoroso, añadieran un elemento especulativo al precio de mercado del crudo.

... al endurecimiento de las condiciones crediticias ...

En segundo lugar, el progresivo endurecimiento de la política monetaria llevado a cabo desde mediados de 1999, unido a la creencia, cada vez más arraigada, de que Estados Unidos se encontraba próximo al punto álgido del



ciclo económico, provocó un considerable empeoramiento de los mercados de capitales y de las condiciones crediticias para las empresas. Como se señala en el capítulo VI, los precios de las acciones estadounidenses bajaron significativamente con respecto al máximo alcanzado en marzo del 2000, lo que ocasionó pérdidas de capital a los hogares y un pronunciado incremento del costo de financiación mediante la emisión de acciones. Por otra parte, el considerable endurecimiento de las condiciones crediticias de los bancos agravó los efectos de la ampliación de los diferenciales de rendimiento en el mercado de bonos de empresas.

En tercer lugar, y lo que quizá sea más importante, diversos efectos aceleradores reforzaron la recesión, una vez que la economía de Estados Unidos alcanzó su punto de inflexión. La demanda de automóviles descendió abruptamente y las empresas que mantenían un exceso de existencias redujeron sus pedidos. Por otra parte, al empeorar las perspectivas de beneficios futuros y surgir indicios de excedentes de capacidad, las empresas recortaron sus planes de inversión, sobre todo en ordenadores y otros equipamientos de alta tecnología. De hecho, tras nueve años ininterrumpidos de expansión, la inversión en equipos de capital disminuyó en el cuarto trimestre. Las pérdidas de capital, unidas a la significativa proliferación de los anuncios de recorte de empleo, provocaron, además, una disminución de la confianza de los consumidores y una reducción del crecimiento del gasto de los hogares.

... y a los efectos aceleradores negativos

Aunque la rapidez con que empeoró la situación económica en Estados Unidos constituyó una sorpresa, también sorprendieron la magnitud y la coincidencia de la desaceleración registrada en otros países. En algunos casos, el debilitamiento podría atribuirse a factores específicos nacionales (por ejemplo, en Australia, a la caída que experimentó la inversión en vivienda tras la introducción de un nuevo impuesto sobre bienes y servicios) o a la estrecha relación entre el comercio internacional y la desaceleración en el sector de alta tecnología de Estados Unidos (como en el caso de las economías asiáticas emergentes; véase el capítulo III). Sin embargo, en casi todos los casos restantes, los acontecimientos ocurridos durante el segundo semestre del año pasado sugieren que las vías de transmisión de unos países a otros iban mucho más allá de los vínculos comerciales directos.

La recesión se extiende a otros países ...

Un destacado ejemplo es el de Canadá. La desaceleración de la producción registrada durante el segundo semestre fue en apariencia consecuencia del descenso de la demanda interna, que de hecho disminuyó en el cuarto trimestre debido a que las empresas redujeron sus existencias y gastos de capital. Sin embargo, también hubo mecanismos de transmisión directos y menos visibles. Así, por ejemplo, el aumento de las exportaciones netas se debió principalmente a la disminución de las importaciones. Es más, los recortes de pedidos y de producción fueron más pronunciados en las empresas especializadas en el suministro de componentes a los sectores de la economía estadounidense (automóviles y telecomunicaciones) más afectados por la desaceleración.

... incluidos Canadá ...

Japón, cuyo PIB disminuyó durante el segundo semestre, mostró un fenómeno similar. La reducción de las exportaciones a otros países asiáticos y a Estados Unidos explicó, en parte, la disminución de las exportaciones

... Japón ...

netas. Sin embargo, el crecimiento del volumen de las importaciones en una situación de descenso de la demanda interna contribuyó a agravar esta situación. Aunque el debilitamiento del crecimiento del gasto de los hogares desempeñó un importante papel, la causa principal del empeoramiento de la demanda interna fue una reducción de la inversión pública. Si bien la inversión empresarial continuó creciendo hasta finales del 2000, la encuesta *Tankan* más reciente del Banco de Japón muestra una significativa pérdida de confianza de las empresas y un empeoramiento de las expectativas sobre la demanda, así como un considerable recorte de los planes de gasto de capital. Es posible que este recorte fuera exacerbado por una disminución de la capacidad o la voluntad de los bancos para conceder préstamos. Al aumentar vertiginosamente las quiebras, el volumen de préstamos bancarios en mora comenzó a expandirse de nuevo, al tiempo que las posibilidades de los bancos de dar de baja dichos préstamos disminuyeron, ya que las ganancias de capital no realizadas en su cartera de acciones revirtieron en pérdidas. Con el fin de restablecer la capacidad de los bancos para conceder préstamos, las autoridades propusieron, por un lado, un plan que los incentivara a desprenderse de préstamos concedidos a empresas en quiebra o con alto grado de insolvencia y, por otro, la creación de una agencia cuyo objetivo sería comprar hasta una cuarta parte de las acciones de propiedad de los bancos.

... y la zona del euro

La zona del euro también experimentó una considerable desaceleración del crecimiento durante el segundo semestre, aunque inferior a la experimentada por Estados Unidos y Japón; además su alcance varió considerablemente según los países miembros. En Alemania, el crecimiento del PIB descendió desde el 4% registrado en el primer semestre hasta situarse en el 2% en el segundo, debido a su dependencia de las exportaciones de bienes manufacturados y a la disminución que experimentó el consumo privado. El nivel de confianza de las empresas también disminuyó. En Francia, por el contrario, la actividad económica se reavivó a medida que avanzaba el año, por lo que la confianza de los consumidores continuó siendo alta y la inversión empresarial se aceleró. En ambos países, los productores de bienes y servicios debieron hacer frente a un deterioro de las perspectivas de crecimiento y de las condiciones crediticias tras la desaceleración observada en el sector de alta tecnología a nivel mundial, por cuanto que las acciones del sector de telecomunicaciones europeo siguieron la trayectoria descendente de las acciones del sector de tecnología de la información de Estados Unidos. Sin embargo, las empresas alemanas, debido a su mayor actividad de compra de empresas estadounidenses, fueron más vulnerables a las potenciales pérdidas de ventas de sus filiales.

Resistencia de la zona del euro

Son varios los factores que explican la mayor resistencia de la zona del euro a la desaceleración de la economía mundial en comparación con Estados Unidos y Japón. En primer lugar, gracias a una fuerte demanda interna, un sector empresarial relativamente libre de deuda y un sector financiero sólido, la zona del euro se encontraba en mejores condiciones que Japón para soportar perturbaciones externas desfavorables. En segundo lugar, la zona del euro tiene menos intercambios comerciales con Estados Unidos y las economías emergentes asiáticas que Japón y, probablemente, se benefició

del continuo crecimiento de los flujos *intracomunitarios* de comercio y de capitales. En tercer lugar, aunque la corrección a la baja del valor de las acciones fue más acusada en la zona del euro que en Estados Unidos, sus efectos sobre el gasto de los hogares y la inversión fueron moderados puesto que la proporción de hogares propietarios de acciones es mucho menor y las empresas recurren a beneficios no distribuidos y a los bancos para financiar sus inversiones. Esta diferencia de efectos de riqueza contribuye a explicar el que la confianza de los consumidores se haya mantenido alta en la zona del euro. Por último, la mayoría de los países de la zona del euro presentan una menor dependencia que Estados Unidos y las economías asiáticas emergentes de la producción de equipamientos de alta tecnología, y, por otra parte, la inversión en tecnología de la información sólo ha experimentado un modesto aumento. Por consiguiente, con la sola excepción de los sectores de equipamiento y servicios de telecomunicaciones, el riesgo de que los niveles de capital y de deuda de las empresas experimentaran posibles correcciones a la baja era menor en la zona del euro.

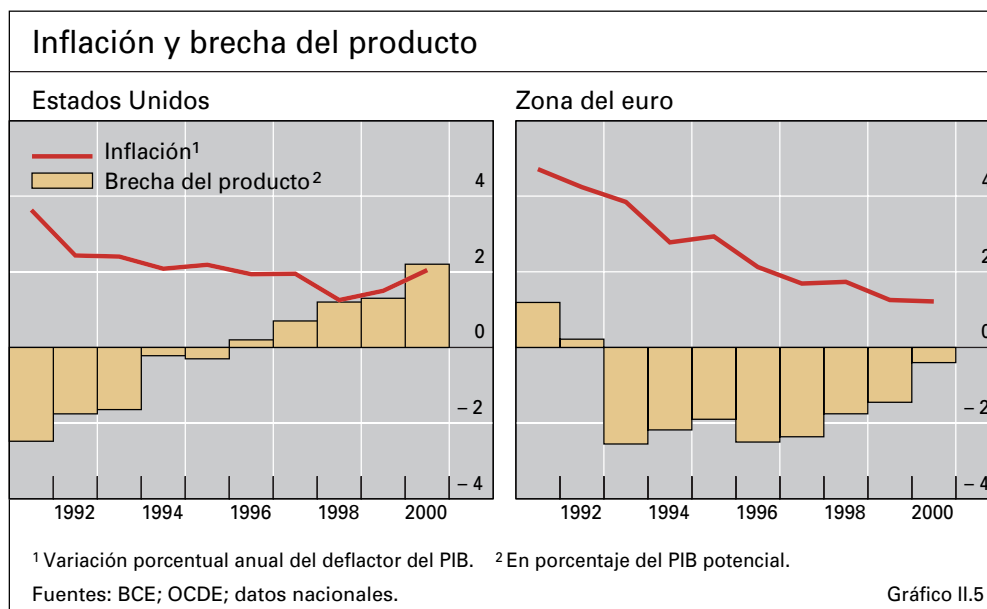
Otros países europeos también experimentaron una desaceleración modesta. En el Reino Unido, a pesar de haberse producido un ligero debilitamiento a finales del 2000 y de tener un volumen de comercio con Estados Unidos relativamente alto, el crecimiento aumentó sensiblemente en el segundo semestre del año, debido sobre todo al dinamismo del gasto de los hogares y a una política fiscal expansiva. En Suiza, la solidez del gasto de los hogares y una evolución excepcionalmente buena del mercado de trabajo, también limitaron la desaceleración inducida desde el exterior. En Suecia, el crecimiento observó una desaceleración algo mayor, ya que cuenta con un sector de tecnología de la información relativamente importante y depende en mayor medida de las exportaciones a Estados Unidos. Por otra parte, dado que más de la mitad de los hogares suecos posee acciones, su vulnerabilidad a la evolución de los mercados de acciones es una de las mayores de Europa.

Evolución de la situación en otros países

Comportamiento reciente de la inflación

Los países industrializados experimentaron tan sólo un moderado aumento de la inflación en el 2000, a pesar de su vigoroso ritmo de crecimiento y de la subida de los precios del petróleo. La tasa general de inflación (IPC) aumentó hasta situarse en el 2,25%, pero la inflación subyacente apenas varió; el incremento del deflactor del PIB, que es el indicador más amplio de inflación, sólo fue del 1,25%, algo más elevado que en 1990, aunque inferior a la media de la pasada década. En Estados Unidos, la inflación fue ligeramente superior a la media, mientras que en la zona del euro, la depreciación del euro agravó el efecto de la subida del precio del petróleo. En otros países, los impuestos indirectos provocaron un salto en el nivel de precios. En cambio, en el Reino Unido la inflación fue inferior a su objetivo durante la mayor parte del año pasado. En Japón, los precios continuaron declinando, lo que contribuyó a la divergencia de las tasas de inflación entre los países industrializados que se ha venido observando desde 1997.

Las presiones inflacionarias fueron moderadas en el 2000



La baja inflación de los años noventa puede atribuirse a ...

La favorable evolución de la inflación durante el pasado año prolongó una tendencia persistente a predecir excesivas variaciones de los precios observada durante los años noventa. De hecho, una característica inusual del comportamiento económico fue el grado en que los precios continuaron desacelerándose en un clima de aumento general del nivel de actividad y de mayores tasas de empleo en los mercados de trabajo (gráfico II.5).

Aparte de la existencia de políticas monetarias orientadas primordialmente a la estabilidad de los precios, los argumentos que explican la reciente evolución de la inflación pueden clasificarse en tres amplias categorías. De acuerdo con la primera, algunos de los factores que afectan al proceso inflacionario han cambiado permanentemente, por consiguiente, los modelos utilizados tradicionalmente por los economistas para predecir la inflación han quedado obsoletos. En el otro extremo del espectro, se encuentran quienes afirman que los modelos tradicionales siguen siendo válidos en la medida en que tengan en cuenta algunas perturbaciones temporales, y posiblemente reversibles, de la oferta. La tercera categoría, que expone la posición ecléctica, agrupa los argumentos según los cuales los modelos tradicionales conservan su validez, si bien, algunos de los principales factores han variado y han producido cambios duraderos (aunque no permanentes) en el comportamiento de la inflación.

... la mejora del funcionamiento de los mercados de productos ...

La primera línea argumental estima que la mayor influencia de las fuerzas de mercado ha mejorado, y continúa mejorando, el equilibrio entre el crecimiento y la inflación. En mercados de productos menos regulados, es probable que las curvas de demanda a las que se enfrentan las empresas sean más elásticas, lo que les incentiva, o les obliga, a reducir sus márgenes y a intensificar los esfuerzos encaminados a reducir sus costos. En un mismo orden de cosas, podría argumentarse que los avances en el comercio electrónico y en la transmisión de información provocan cambios en el funcionamiento de mercados competitivos. De hecho, las funciones de oferta también se han tornado más sensibles a las variaciones de los precios,

lo cual repercute de forma duradera en la conducta de fijación de los precios por parte de las empresas. Existen, además, crecientes indicios de que determinados cambios estructurales han contribuido a reducir la inflación y de que esos cambios proseguirán. Se ha asistido a una profunda reducción de los precios de los servicios públicos en Europa, especialmente de las telecomunicaciones y la energía, tras la liberalización y la privatización de estos sectores. Por otra parte, la creación de un mercado común con una moneda única ha reforzado gradualmente las fuerzas competitivas en el conjunto de la zona del euro. Asimismo, en Japón, la tasa de inflación negativa se atribuye a la reestructuración de las empresas y a la liberalización de diversos sectores, así como al progreso tecnológico y al mayor grado de apertura a las importaciones.

Pasando a la segunda categoría de argumentos, algunos han afirmado que un modelo tradicional de curva de Phillips recoge con bastante fidelidad la evolución de la inflación siempre que se tenga en cuenta el significativo descenso experimentado por los precios de los productos básicos durante la década de los noventa. Otros han subrayado que también han de tenerse en cuenta otras perturbaciones de los precios o de la oferta, aunque sean de carácter temporal. Entre éstas se enumeran el fuerte descenso de los precios de los ordenadores y, en el caso de Estados Unidos durante la mayor parte de la última década, el moderado aumento del costo de la asistencia médica y la corrección del sesgo al alza de la medición de la tasa de inflación. Al margen de las ambigüedades sobre la magnitud precisa de estos factores, una consecuencia que puede deducirse es que las perturbaciones que generan resultados inflacionarios favorables tienen sólo carácter transitorio y es muy posible que cambien de signo. De hecho, la subida que han experimentado los precios del petróleo desde 1998 constituye un ejemplo de la forma en que quizá haya que devolver las ganancias generadas por las perturbaciones favorables, aunque temporales, de la oferta. Asimismo, algunas variaciones en el comportamiento de los salarios que se analizan más adelante pueden ser temporales y reversibles. Esto contrasta claramente con la visión extrema de la “nueva economía”, según la cual la baja inflación constituye un cambio más fundamental y duradero del comportamiento de fijación de los salarios y de los precios.

La tercera categoría, en su versión más sencilla, atribuiría la baja inflación de los años noventa al descenso de las tasas estructurales de desempleo (o NAIRU) observado en varios países. La principal diferencia con respecto a la segunda categoría reside en que la variación de la NAIRU es permanente en lugar de temporal. Sin embargo, el modelo tradicional de la inflación sigue siendo válido y la reducción de la inflación sólo es observable en la medida en que la tasa efectiva de desempleo aún no haya alcanzado la nueva y menor NAIRU. El descenso de la NAIRU suele atribuirse a un aumento de la influencia de las fuerzas del mercado. El funcionamiento de los mercados de trabajo ha mejorado extraordinariamente en los países de habla inglesa y, más recientemente, también en algunos de Europa continental. Tanto en Estados Unidos como en el Reino Unido, la tasa de desempleo ha descendido por debajo de los niveles que solían dar lugar a una

... y a la influencia de factores más temporales

Otros argumentos se basan en una reducción de la NAIRU ...

intensificación de las presiones salariales. Asimismo, la impresionante mejora del empleo y la reducción de las tasas de desempleo de los países de Europa continental han ido acompañadas, hasta la fecha, por presiones inflacionarias sólo ligeramente superiores.

... un mayor crecimiento de la productividad ...

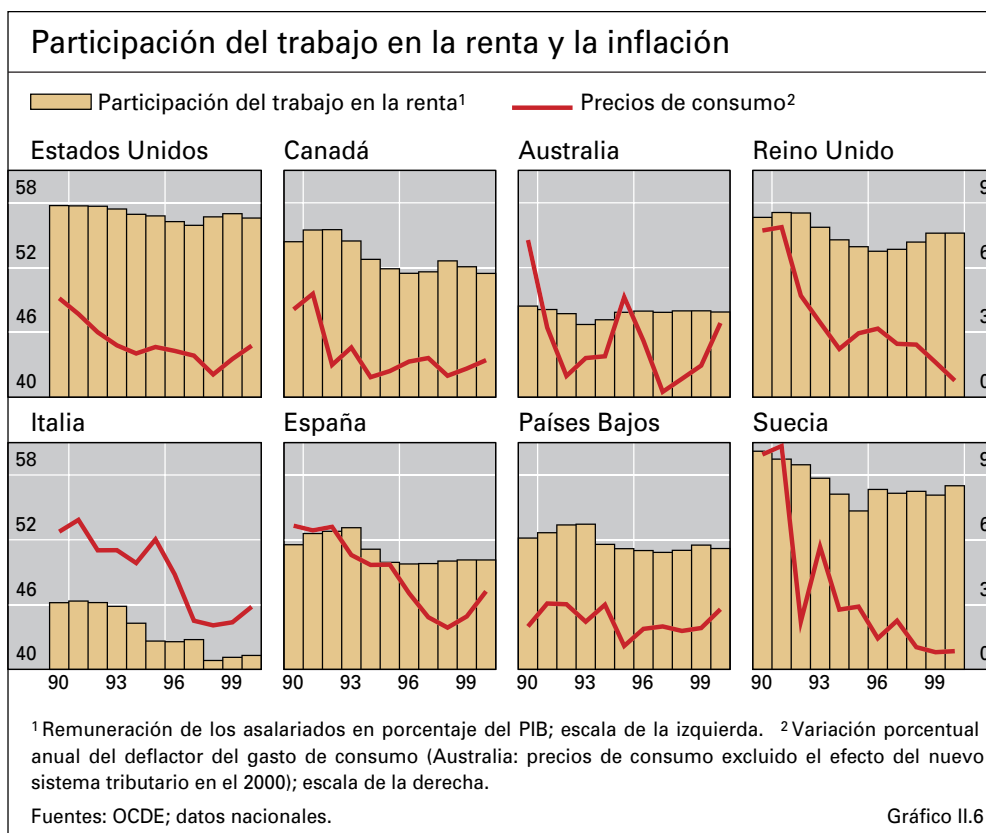
Otras explicaciones de las causas por las que pueden haber cambiado los determinantes de la inflación tienen su raíz en la forma en que la tecnología de la información ha alterado las relaciones tradicionales entre los agentes económicos. Probablemente, el más conocido de estos cambios es la aceleración que experimentó el crecimiento de la productividad en Estados Unidos y en otros países durante la década de los noventa (véase más adelante). Al igual que sucede con el descenso de la NAIRU, un aumento sostenido de la tasa de crecimiento de la productividad sólo reducirá la inflación en la medida en que la demanda de la economía aún no haya alcanzado el nuevo nivel más alto de producto potencial. Esta argumentación supone, además, que las expectativas de los beneficios futuros no aumentan tanto como para que la demanda crezca por encima del producto, tal como se observó en Estados Unidos a principios del 2000.

... y un régimen de baja inflación

Según otras hipótesis, el comportamiento de la inflación depende del nivel de inflación realmente observado. En particular, en un régimen de baja inflación que aplique una política monetaria orientada a estabilizar los precios, las expectativas tienden a estar mejor ancladas y, por lo tanto, la inflación tiende a variar menos. De acuerdo con esta línea de opinión, la disminución de la capacidad de las empresas para fijar precios superiores a la tasa esperada de inflación y el hecho de que se trasladen en menor medida los costos a los precios se han debido principalmente a una menor persistencia de la inflación realmente observada. De este modo, durante los periodos de baja inflación, los trabajadores y las empresas restan importancia a las perturbaciones al alza de la inflación a la hora de determinar los futuros salarios y precios. Asimismo, en un clima de baja inflación, es más probable que las variaciones de los tipos de cambio se consideren temporales y reversibles, por lo que sus fluctuaciones tienen una menor incidencia sobre los precios internos. Las experiencias de Canadá durante 1991–93, las de Italia, del Reino Unido y de Suecia tras la crisis del Mecanismo de Cambios del SME de 1992 y de Australia tras la crisis asiática y, de nuevo, el año pasado inducen a pensar que la repercusión de las variaciones de los tipos de cambio ha disminuido realmente durante la última década.

No existe una única explicación ...

En este contexto, no es posible atribuir la favorable evolución de la inflación durante los años noventa a un único factor. Parece, más bien, que es el resultado de varios factores concurrentes y de su interrelación. Muchos observadores han centrado la atención en la pérdida de poder de las empresas para fijar los precios (y en la reducción de los márgenes) en mercados nacionales e internacionales cada vez más competitivos. Sin embargo, si ese fuera el único cambio, la baja y estable inflación habría estado acompañada de un aumento de la participación del trabajo en la renta; sin embargo, ésta se ha mantenido estable o ha tendido a disminuir durante gran parte de la última década (gráfico II.6). De hecho, una observación sorprendente es que, en el caso de todos los países de la muestra, las tasas



de inflación y la participación de los salarios muestran una correlación positiva y significativa.

La decreciente participación del trabajo en la renta podría atribuirse a desplazamientos de poder relativo en los mercados de productos y de trabajo. Los oferentes ya no disfrutaban de la posición dominante que tenían en ambos mercados en las décadas de los setenta y los ochenta. Como ya se ha señalado, las empresas (oferentes) han perdido su poder para fijar los precios en los mercados de productos. Al mismo tiempo, los trabajadores han perdido gran parte de su poder para fijar los precios en el mercado laboral ante la desaparición o relajación de reglamentaciones y restricciones, así como por el descenso de la proporción de trabajadores afiliados a sindicatos y, en algunos casos, también en respuesta al elevado nivel de desempleo. En este entorno, es probable que las perturbaciones de carácter negativo (por ejemplo, una subida de los precios de las importaciones) afecten a la inflación sólo moderadamente, ya que las empresas no pueden trasladar el incremento de los costos a los precios, y pueden oponerse a las demandas salariales compensatorias. Asimismo, un aumento autónomo del crecimiento de la productividad resultará principalmente en una reducción de los precios y en el correspondiente aumento de los salarios reales sin un ajuste del crecimiento de los salarios nominales.

... sino que los desplazamientos del poder de mercado relativo alteraron la respuesta a las perturbaciones

Tendencias de la productividad y perspectivas de la economía mundial

Aunque la evolución favorable de la inflación en Estados Unidos y otros países industrializados incrementó el margen de adopción de medidas

Cuestiones relacionadas con el crecimiento de la productividad

expansivas, otro factor que influye sobre la severidad y duración de la desaceleración actual de la actividad económica es la naturaleza de los últimos cambios experimentados por la productividad. Los tres interrogantes que se plantean son: ¿Ha crecido la productividad en otros países además de en Estados Unidos? ¿En qué medida la aceleración del crecimiento de la productividad de la economía estadounidense ha sido impulsado por la inversión de capital vinculada a la tecnología de la información y por la evolución del sector de alta tecnología?, y ¿Qué influencia tiene el componente cíclico en la reciente aceleración del crecimiento de la productividad del trabajo?

Crecimiento de la productividad en Estados Unidos y Australia

Por lo que se refiere a la evolución de la productividad en otros países industrializados, Australia es el único país donde la productividad del trabajo aumentó más que en Estados Unidos durante la segunda mitad de la década de los noventa (cuadro II.1). Australia es también el único país, aparte de Estados Unidos, donde la productividad del trabajo se aceleró durante ese periodo, en comparación con la primera mitad de las décadas de los noventa y los ochenta. También resulta notable el hecho de que en ambos países la aceleración sea atribuible, sobre todo, a una tasa aparentemente más alta de progreso tecnológico, medida como el crecimiento de la productividad total de los factores (es decir, el crecimiento de la producción que no puede atribuirse a los aumentos del trabajo y del capital) y, que por lo tanto, puede ser más duradera. La contribución de la intensificación del capital (es decir, el aumento del capital por trabajador) parece haber sido más modesta, aunque su determinación depende, en parte, de los datos que se utilicen (véase más adelante).

Cambios en la productividad del trabajo en el sector empresarial									
	Producto por hora	del cual:		Producto por hora	del cual:		Producto por hora	del cual:	
		Capital ¹	PTF ²		Capital ¹	PTF ²		Capital ¹	PTF ²
	1996-99			1990-95			1981-89		
tasas anuales en porcentaje y en puntos porcentuales									
Australia	3,1	1,0	2,1	1,8	0,6	1,2	1,5	0,5	1,0
Estados Unidos	2,3	0,5	1,8	1,0	0,2	0,8	1,3	0,2	1,1
Alemania	2,1	1,0	1,1	2,2	1,2	1,0	...	...	...
Japón	2,1	1,2	0,9	2,9	1,6	1,3	3,1	1,1	2,0
Suiza	1,9	1,0	0,9	0,7	1,2	-0,5	...	...	...
Suecia	1,7	0,6	1,1	2,1	0,9	1,2	1,5	0,6	0,9
Francia	1,6	0,5	1,1	2,3	1,4	0,9	3,4	1,1	2,3
Reino Unido	1,5	0,5	1,0	1,8	0,6	1,2	3,4	0,5	2,9
Noruega	1,4	0,3	1,1	3,2	0,7	2,5	1,4	0,9	0,5
Canadá	0,9	0,6	0,3	1,4	1,1	0,3	1,4	1,3	0,1
Dinamarca	0,9	0,6	0,3	3,7	1,3	2,4	2,5	...	...
Italia	0,7	0,8	-0,1	2,7	1,4	1,3	2,3	0,9	1,4
Países Bajos	0,4	-0,2	0,6	2,9	0,9	2,0	3,4	...	...
España	0,4	0,3	0,1	2,6	2,0	0,5	3,9	...	...

¹ Intensificación del capital. ² Productividad total de los factores.
Fuente: US *Federal Reserve Bulletin*, octubre 2000 (en base a datos de la OCDE).

Cuadro II.1

En todos los países de la zona del euro incluidos en el cuadro precedente, el crecimiento de la productividad del trabajo disminuyó durante la segunda mitad de los noventa. La reducción fue más pronunciada en los países que han obtenido mayor éxito en el empeño de mejorar del funcionamiento de los mercados de trabajo y fomentar el crecimiento del empleo (Francia, Italia, los Países Bajos y España). En Francia, la reducción de las contribuciones a la seguridad social correspondientes a los trabajadores poco cualificados parece haber fomentado la creación de puestos de trabajo. Italia, España y los Países Bajos redujeron los prohibitivos costos de despido, facilitando así el empleo de trabajadores temporales y a tiempo parcial. Aunque el efecto positivo de estas medidas haya tenido una buena acogida, la otra cara de la moneda ha sido un notorio aumento de la intensidad de uso del factor trabajo en la producción y la consiguiente disminución de la tasa de crecimiento de su productividad. Los países nórdicos también podrían incluirse en este grupo, mientras que lo ocurrido en Suiza es más difícil de interpretar. Suiza ha conseguido reducir su tasa de desempleo, superior al 5%, a menos del 2% en sólo tres años. Sin embargo, a diferencia de lo ocurrido en los países de la zona del euro, el crecimiento de la productividad del trabajo ha aumentado en comparación con la primera mitad de la década de los noventa.

Menor crecimiento de la productividad pero mejor funcionamiento de los mercados de trabajo en Europa

Al margen de los efectos de las reformas del mercado laboral, la baja tasa de crecimiento de la productividad del trabajo y de la productividad total de los factores registrada por la zona del euro en comparación con Estados Unidos podría atribuirse a la diferente intensidad de los efectos derivados del vertiginoso avance de la tecnología de la información. Estados Unidos se ha beneficiado de la producción y la utilización del equipamiento de alta tecnología en mucho mayor medida que los países de la zona del euro. Además, los beneficios de la innovación han sido indudablemente optimizados gracias a la extrema competitividad del mercado estadounidense. En Europa, por el contrario, los sectores que producen bienes de tecnología de la información, así como los que emplean equipamientos de alta tecnología, están menos avanzados y sus mercados son menos competitivos. No obstante, cabe esperar que, si los países europeos continúan liberalizando sus mercados de productos y de trabajo y replicando los procesos de innovación de Estados Unidos, logren acelerar el crecimiento de la productividad a medio plazo.

La revolución de la tecnología de la información

En el Reino Unido y en Canadá, el crecimiento de la productividad del trabajo ha disminuido, debido posiblemente a que los efectos de la liberalización de los mercados de trabajo contrarrestaron con creces los derivados del aumento del gasto de capital. En Japón, la productividad también vio descender su tasa de crecimiento durante la década de los noventa y con relación a la anterior, lo que, quizá era de esperar dada la baja tasa de crecimiento del producto registrada en los últimos diez años. Sin embargo la desaceleración de la productividad del trabajo puede atribuirse en mayor medida a una evidente disminución de la tasa de progreso tecnológico (o sea, al aumento de la productividad total de los factores), por lo que puede ser más duradera. Contrastando con ello, la contribución de la intensificación del capital se ha mantenido relativamente estable.

Crecimiento de la productividad en otros países

Contribución al crecimiento de la productividad del trabajo en el sector empresarial no agrícola de Estados Unidos			
	1996–99	1991–95	1974–90
	tasas anuales en porcentaje y en puntos porcentuales		
Productividad del trabajo	2,6	1,5	1,4
Intensificación del capital	1,1	0,6	0,8
Capital relacionado con la tecnología de la información ¹	1,0	0,5	0,4
Otro capital	0,1	0,1	0,4
Calidad del trabajo	0,3	0,4	0,2
Productividad total de los factores	1,2	0,5	0,3
Sectores de alta tecnología ²	0,7	0,3	0,2
Otros sectores	0,5	0,2	0,1

Nota: Cálculos de los autores basados en datos del Bureau of Labor Statistics y del Bureau of Economic Analysis.

¹ Equipos, programas y equipamiento de comunicación. ² Sectores de ordenadores y semiconductores.

Fuente: S. D. Oliner y D. E. Sichel, "The resurgence of growth in the late 1990s: Is information technology the story?", *Journal of Economic Perspectives*, otoño del 2000. Cuadro II.2

El papel de la inversión en tecnología de la información y el sector en Estados Unidos

El núcleo del segundo interrogante (el papel de la tecnología de la información y de la inversión en este sector en la economía estadounidense) es si el aumento de la contribución del capital por unidad de trabajo registrado durante la segunda mitad de los años noventa puede atribuirse totalmente a la inversión en capital relacionada con la tecnología de la información (cuadro II.2). La contribución de otras inversiones de las empresas (otros equipos y estructuras) se mantuvo estable en un nivel muy inferior al alcanzado en el periodo 1974–90. Parece que el aumento de la contribución del progreso tecnológico se repartió más o menos por igual entre productores y usuarios de equipamiento de tecnología de la información. En lo que se refiere a estos últimos, se registró una mejora especialmente significativa de la productividad en el comercio, mayorista y al por menor, y en el sector financiero. En cambio, el crecimiento de la productividad ha disminuido en los sectores del transporte y de las comunicaciones, así como en el de la fabricación de bienes no duraderos.

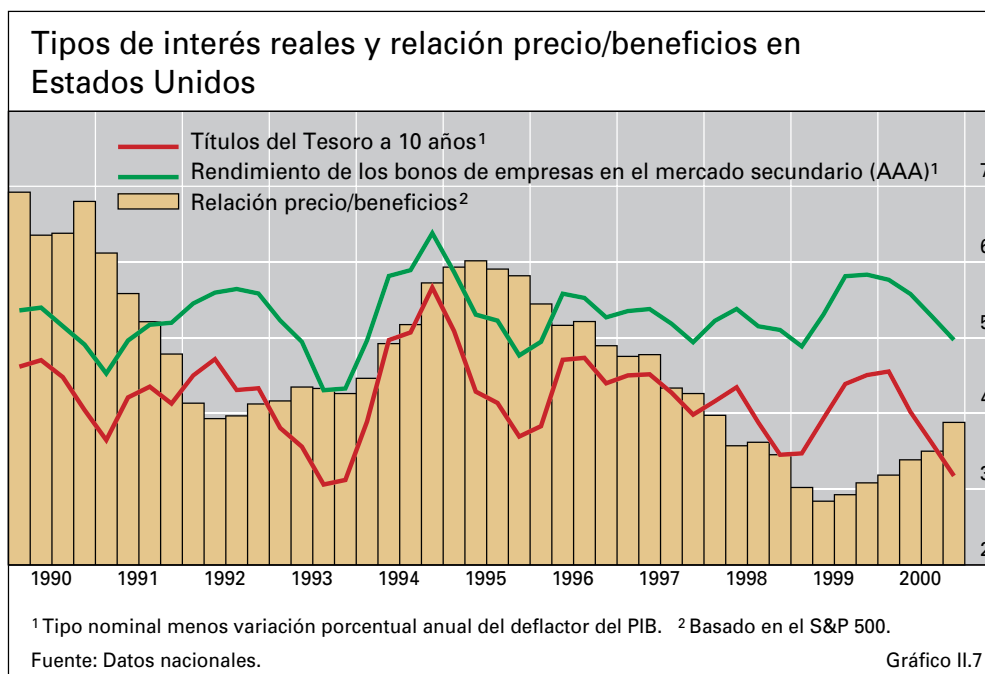
¿Cuál es el crecimiento potencial de la economía en Estados Unidos?

El tercer interrogante (la magnitud del componente cíclico del crecimiento de la productividad) quizá sea el más importante para las perspectivas a corto plazo de la economía de Estados Unidos. Lamentablemente, también es la más difícil de responder. Muchas estimaciones apuntan a que el crecimiento potencial de Estados Unidos aumentó desde el 2–2,5% hasta el 3,5–4% entre los años ochenta y la primera mitad de los noventa, lo que, teniendo en cuenta que la población activa aumentó en algo más del 1% por año, implicaría un crecimiento continuo de la productividad del trabajo del 2,5–3%. Sin embargo, esta tasa sólo se logró al final del periodo 1995–2000. Por otra parte, para mantenerla sería necesario que el gasto de capital continuara creciendo a la elevada tasa registrada hasta mediados del año pasado. Si la tasa de crecimiento del producto potencial ha aumentado hasta

situarse en torno al 4% anual, los beneficios esperados y los precios de las acciones tendrían una base de apoyo más firme. Si el gasto de consumo se reavivara a consecuencia de ello, la desaceleración actual de la economía estadounidense sería más breve y quizá consistiera principalmente en una corrección de las existencias. En cambio, si las citadas cifras de crecimiento a largo plazo del producto y de la productividad están sobrestimadas, también es probable que lo estuvieran las expectativas de beneficios futuros. Conforme a esta hipótesis, es posible que tanto el gasto de consumo como el de inversión continuaran aletargados, y podrían, incluso, disminuir más.

Las valoraciones del componente permanente o de tendencia del crecimiento de la productividad del trabajo basadas en la experiencia reciente presentan un problema adicional. Es posible que los niveles de demanda cíclicamente elevados hayan aumentado la productividad del trabajo sólo de forma temporal. Este problema es evidente en las estimaciones actuales, que arrojan resultados muy diferentes dependiendo de los supuestos adoptados y de los métodos empleados. Según las estimaciones realizadas por el Consejo de Asesores Económicos del gobierno de Estados Unidos, la mejora que experimentó la productividad del trabajo durante el periodo 1995–2000 se debió, casi en su totalidad, a factores estructurales, lo que significa que las estimaciones más altas del crecimiento potencial de la producción están justificadas. En cambio, algunos analistas privados atribuyen entre un tercio y la mitad del aumento a factores cíclicos. Los indicadores económicos actuales parecen indicar la presencia de un componente cíclico relativamente importante. La evolución de la tasa de utilización de la capacidad instalada industrial confirma en alguna medida la idea de que la inversión (sobre todo en equipamientos de alta tecnología) podría disminuir, desapareciendo así un elemento de apoyo a la tasa de crecimiento de la productividad del trabajo observada hasta ahora. Durante los últimos tres años, en los que la producción industrial aumentó a una tasa anual del 5–6%, la tasa de utilización de la capacidad instalada se mantuvo en un nivel inferior al de su media de largo plazo, para disminuir bruscamente durante el segundo semestre del 2000 cuando se desaceleró el crecimiento. Por otra parte, los problemas experimentados recientemente por numerosas empresas de reciente creación del sector de alta tecnología para financiar sus actividades podrían indicar que la productividad del trabajo pudiera verse afectada negativamente no sólo por la disminución de la contribución representada por la intensificación del capital, sino también a causa de la reducción de la tasa de progreso tecnológico. Por último, los datos más recientes sobre el crecimiento de la productividad del trabajo constituyen motivos de preocupación: aunque la productividad por hora seguía creciendo en torno al 4,5% el año pasado en el que la economía comenzó a desacelerarse, durante el primer trimestre de este año registró un descenso. No obstante, tomando en consideración la velocidad a la que se desaceleró la tasa del producto y las limitaciones existentes para el ajuste del empleo, las cifras más recientes constituyen, incluso en las economías con un mercado de trabajo flexible, una pauta de medición inexacta e incompleta de la trayectoria de la productividad a largo plazo.

Estimaciones del
componente cíclico



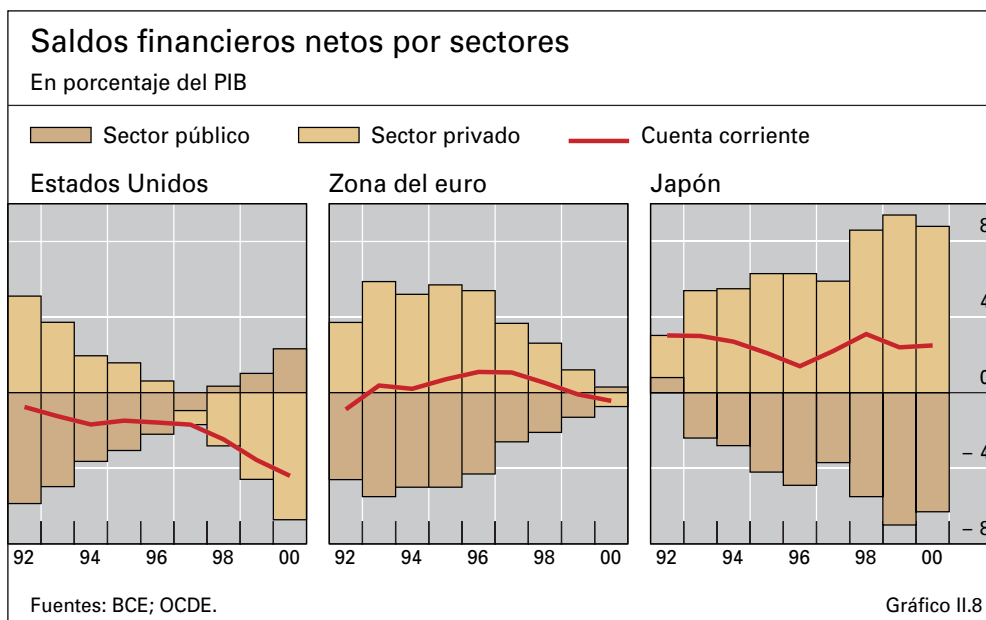
Indicadores de los mercados financieros

Los indicadores actuales de los mercados financieros de Estados Unidos parecen indicar que los inversionistas —con o sin razón— han aceptado la idea de que el crecimiento potencial podría aproximarse al 4% (gráfico II.7). Tras la corrección a la baja de la relación precio/beneficios observada desde principios del año pasado, el rendimiento implícito de las acciones parece apuntar a una tasa de crecimiento a largo plazo del orden del 3,5%, no muy inferior a la estimación aceptada generalmente. Esto podría indicar que los inversionistas en acciones consideran que la reciente revisión a la baja de beneficios futuros es sólo temporal. La utilización de los tipos reales de los bonos a largo plazo como aproximación del crecimiento a largo plazo es más problemática, puesto que el resultado no sólo depende del tipo nominal aplicado, sino también de la medición de las expectativas de inflación.

Evolución de la situación financiera, el ahorro y el endeudamiento

Episodios de grandes disminuciones del ahorro privado neto

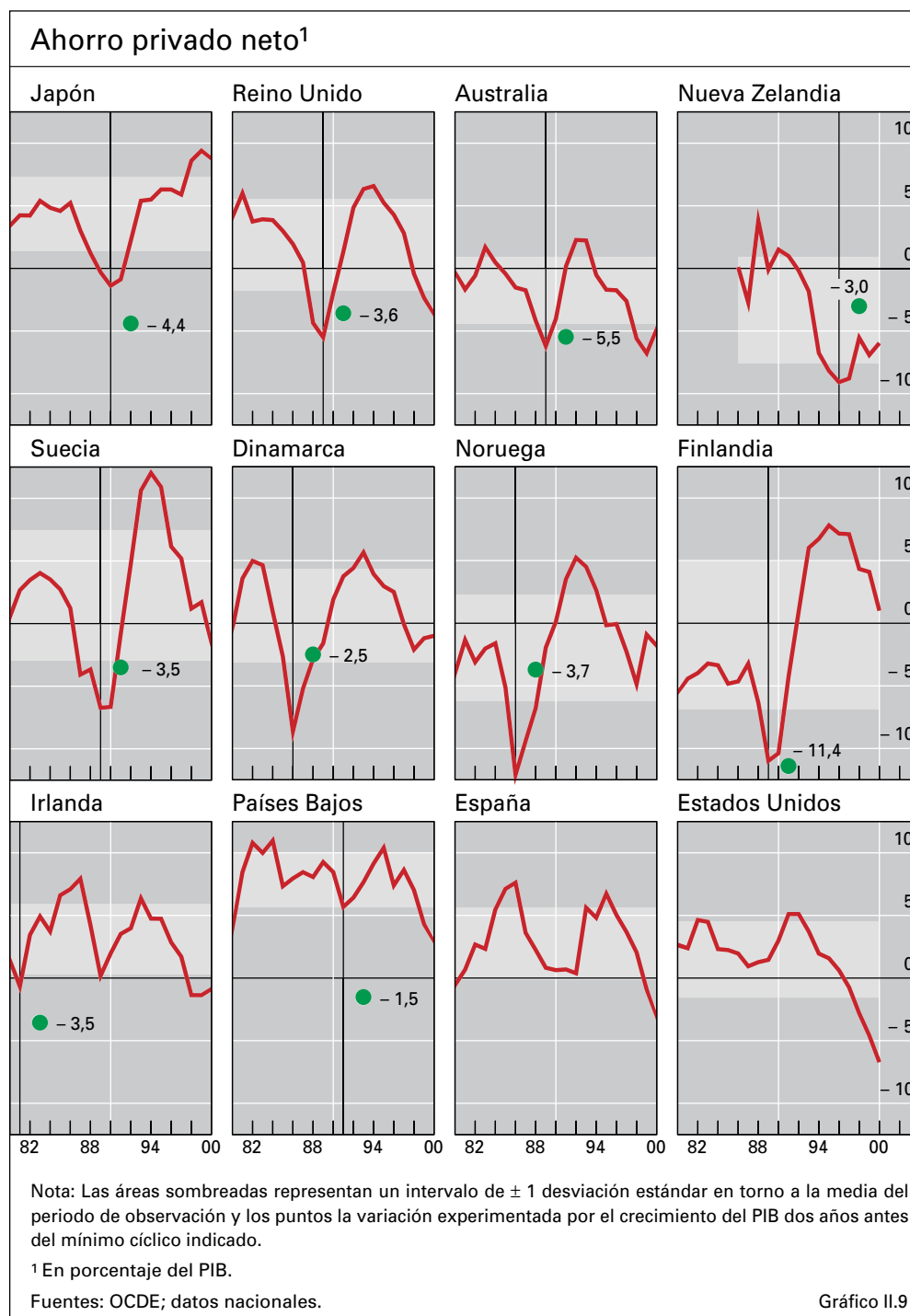
Cuando se desaceleró la economía estadounidense durante el segundo semestre del 2000, surgió el interrogante de si quedaría al descubierto algún exceso o fragilidad enmascarado por el rápido crecimiento de los años precedentes. Esta cuestión debe enfocarse desde varios ángulos. Una de estas perspectivas parte de la observación de que el ahorro neto (es decir, el ahorro menos la inversión) del sector privado descendió hasta el -6,5% del PIB en el 2000 (gráficos II.8 y II.9), en comparación con un excedente persistente registrado durante los años ochenta y principios de los noventa. Aunque este déficit se financió fácilmente con ahorro público y externo, podrían aún surgir problemas. Históricamente, los años en los que el ahorro neto del sector privado se ha situado muy por debajo de su media de largo plazo (y el crecimiento del crédito al sector privado ha sido especialmente alto; véase el capítulo VII) estuvieron generalmente seguidos



de una considerable desaceleración del crecimiento del PIB (gráfico II.9). Este fue el caso de Dinamarca y Noruega después de 1986, del Reino Unido, Australia y Finlandia a finales de los ochenta y de Japón tras 1990. Además, otros industrializados donde el ahorro privado neto fue significativamente inferior a su media de largo plazo el año pasado (Irlanda, los Países Bajos y España), los temores a la reaparición de desequilibrios financieros insostenibles y a un recalentamiento de la economía también han aumentado progresivamente.

También destaca, por la rapidez con la que apareció, el mayor desequilibrio financiero observado en el sector privado de Estados Unidos: una variación de casi un 12% del PIB desde 1992. El aumento del endeudamiento que este fenómeno lleva aparejado (gráfico II.10) y el temor de que la desaceleración del crecimiento de la renta nominal y del flujo de fondos pudieran generar problemas de incumplimiento de pagos de deuda fueron algunos de los factores que llevaron a un endurecimiento de las condiciones crediticias y a la imposición, por parte de los bancos, de criterios más estrictos para la concesión de préstamos. La proporción de bancos que el año pasado impusieron criterios más estrictos fue la máxima registrada desde la recesión de 1990–91. Por otra parte, a fines del año pasado, los diferenciales de rendimiento de los bonos de empresas eran mayores que en plena crisis de 1998 (véase el capítulo VI). Además del aumento de los niveles de deuda, es posible que la aceleración del cambio tecnológico relacionado con la nueva economía contribuyera a aumentar la preocupación de los tenedores de bonos en cuanto a la solvencia de los prestatarios anteriormente calificados como solventes. Las perspectivas de beneficios futuros de las empresas que realizaron grandes inversiones en equipamiento de alta tecnología resultan inciertas y es improbable que generen flujos de fondos estables. Además, sus costos de depreciación aumentarán brusca, e incluso vertiginosamente, al principio si nuevas tecnologías hacen que su stock de capital se torne, de hecho, obsoleto.

Endurecimiento de las condiciones crediticias



Evolución del ahorro nacional

Naturalmente, es necesario juzgar las tendencias del ahorro y del endeudamiento privados netos de las principales economías a la luz de los cambios en las tasas de ahorro e inversión de la economía, así como de sus respectivas composiciones sectoriales. En primer lugar, en Estados Unidos el ahorro nacional como porcentaje del PIB se mantuvo relativamente estable durante la década de los noventa. Dado el comportamiento tradicionalmente procíclico del ahorro y la rápida expansión de la renta, esta aparente estabilidad podría ocultar un deterioro de la tasa de ahorro subyacente. No obstante, parece que el aumento de la escasez del ahorro agregado puede atribuirse principalmente al dinamismo del gasto de inversión, lo cual

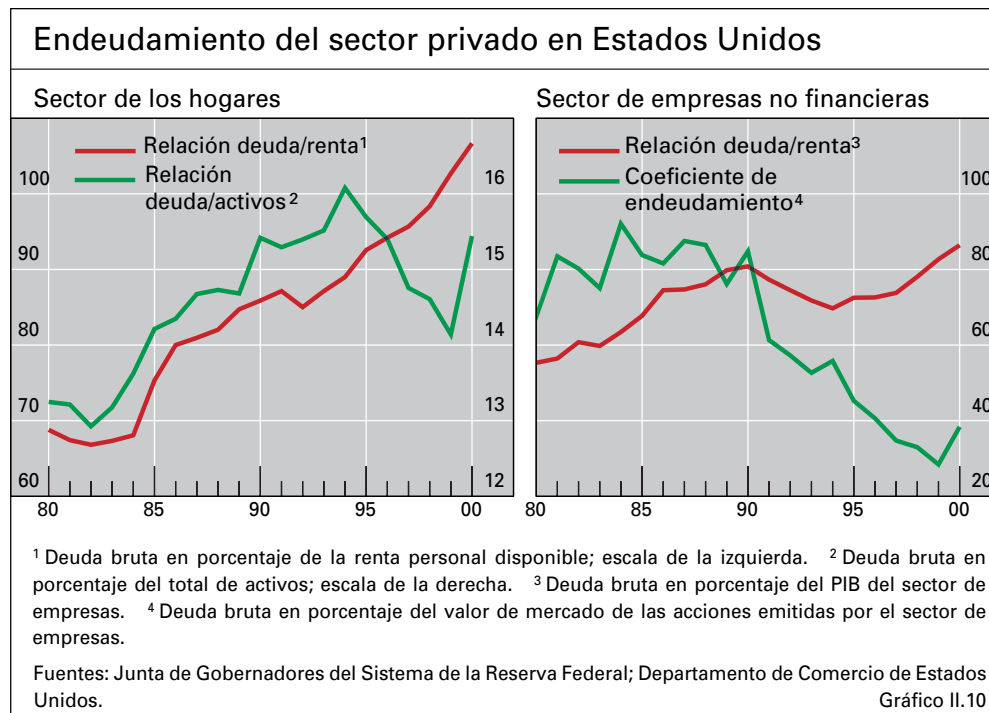
contrastaría claramente con lo ocurrido en Japón, donde la incertidumbre sobre el futuro mantuvo el ahorro privado en un nivel relativamente alto e impidió que la tasa agregada de ahorro descendiera a la misma velocidad que la tasa agregada de inversión. En la zona del euro, la situación es distinta, ya que las tasas agregadas de ahorro e inversión se han mantenido relativamente estables durante los últimos diez años.

En segundo lugar, la disminución del ahorro privado (y el correspondiente aumento de los desequilibrios financieros y del endeudamiento) ha sido generalmente más acusada en el sector de los hogares (cuadro II.3). En Estados Unidos, la tasa de ahorro de los hogares ha descendido casi 9 puntos porcentuales desde el máximo alcanzado en 1992, y en Canadá, Finlandia y Suecia este descenso ha sido aún más pronunciado. El endeudamiento de los hogares estadounidenses en relación con el PIB ha sido superior al registrado en el sector empresarial. Lo mismo ha sucedido en los Países Bajos y en Australia y, en menor medida, en Italia y Canadá. No obstante, la reducción de los tipos de interés aplicados a los créditos hipotecarios adoptada en muchos países ha contribuido, a pesar del creciente endeudamiento, a contener los costos de devolución de los pagos. Además, el endeudamiento de los hogares se ha mantenido estable o ha disminuido como porcentaje de la riqueza aunque, en algunos casos, es posible que esta tendencia haya variado a consecuencia del brusco descenso de los precios de las acciones observado recientemente.

En tercer lugar, aunque la relación entre deuda y valor agregado de las empresas estadounidenses ha aumentado hasta alcanzar un máximo histórico, el coeficiente de endeudamiento ha disminuido significativamente durante la última década, no obstante rescates de acciones a gran escala financiados mediante la emisión de deuda (gráfico II.10). Si la inversión ha sido excesiva y las valoraciones de las acciones exceden el valor presente de

Disminución del ahorro de los hogares

Aumento del endeudamiento de las empresas en Estados Unidos



Evolución de la tasa de ahorro de los hogares								
	en porcentaje y en puntos porcentuales							
	Canadá	Suecia	Finlandia	Estados Unidos	Italia	Nueva Zelandia	Dinamarca	Reino Unido
Máximo de los noventa (año)	13,2 (1991)	11,5 (1993)	10,0 (1992)	8,7 (1992)	18,7 (1991)	5,5 (1991)	11,2 (1990)	11,4 (1992)
2000	3,2	2,0	0,7	-0,1	10,4	-1,9	4,2	4,4
Variación ¹	-10,0	-9,5	- 9,3	-8,8	-8,3	-7,4	-7,0	-7,0
<i>Deuda/PIB</i> ²	16,2	-4,7	-15,8	18,2	14,3	...	8,2	16,4
	Australia	Países Bajos	Japón	Bélgica	Alemania	España	Suiza	Francia
Máximo de los noventa (año)	9,3 (1990)	14,9 (1995)	15,4 (1991)	18,4 (1992)	13,1 (1991)	14,4 (1993)	10,8 (1993)	16,2 (1997)
2000	3,1	9,4	11,1	14,3	9,8	11,6	8,1	15,8
Variación ¹	- 6,2	-5,5	- 4,3	-4,1	-3,3	-2,8	-2,7	-0,4
<i>Deuda/PIB</i> ²	30,0	22,4	12,6	13,5	18,8	16,0	...	-0,2

¹ Desde el máximo de los años noventa hasta el 2000. ² Variación de la relación deuda de los hogares/PIB, 1981-90 (Finlandia: 1992; Dinamarca y Países Bajos: 1995; Reino Unido: 1987; Australia: 1988; Alemania: 1991) y la observación más reciente.
Fuentes: OCDE; datos nacionales. Cuadro II.3

los beneficios futuros, este coeficiente de endeudamiento resultaría, sin duda, en una inadecuada justipreciación. Sin embargo, utilizando valores contables en lugar de valoraciones de mercado, el coeficiente de endeudamiento del año pasado es inferior a su valor medio de largo plazo. Además, las relaciones de pagos netos de intereses a flujo de fondos y activos corrientes permanecieron en gran medida estables durante la década de los noventa. Aún así, cuando se desagregan los indicadores de deuda y liquidez según el tamaño de las empresas, se observa que ha aumentado la vulnerabilidad de las de menor tamaño, que tienen mayor probabilidad de ser penalizadas por los mercados financieros, sobre todo si no cuentan con un sólido historial de beneficios.

Es interesante comparar lo ocurrido en Estados Unidos desde mediados de los años noventa y en Japón durante la segunda mitad de los ochenta. Como muestra el cuadro II.4, existen algunas similitudes, pero también considerables diferencias. En ambos casos, el crecimiento medio del PIB se aceleró respecto del quinquenio precedente, al igual que el crecimiento de la productividad del trabajo y la tasa de crecimiento del progreso tecnológico. En ambos países, aumentó asimismo la relación entre la inversión en maquinaria y equipamientos y el PIB, y la intensificación del capital contribuyó significativamente al crecimiento de la productividad del trabajo. En los dos casos, el aumento de la inversión probablemente pueda atribuirse al alza de las tasas de rendimiento esperadas en una situación de bajos costos de capital. Los tipos de interés reales a largo plazo se mantuvieron estables o descendieron durante la expansión y, cuando además se tiene en cuenta el aumento de la relación precio/beneficios (o disminución implícita de la prima de las acciones), cabe pensar que el costo total del capital haya

La comparación con el caso de Japón a finales de los años ochenta revela similitudes ...

sido muy bajo. A pesar de haberse reavivado el ritmo de crecimiento del producto, la inflación disminuyó en ambos países, ya que la aceleración de los incrementos de la productividad y la apreciación de la moneda contribuyeron a reducir las presiones sobre los costos. En los dos países también mejoraron las finanzas públicas y disminuyó el ahorro privado neto.

Pasando a las diferencias, el crecimiento anual medio de los agregados monetarios amplios comparados con el PBI nominal fue, durante los años de la expansión, algo mayor en Japón (4,1 puntos porcentuales) que en Estados Unidos (2,6 puntos porcentuales). Por otra parte, la liquidez adicional produjo en Japón una subida más pronunciada de los precios de los activos que afectó sobre todo a los de la propiedad inmobiliaria, aunque también a las acciones. El aumento del nivel de apalancamiento del sector privado también fue superior en Japón que en Estados Unidos y, dado que la mayor parte del correspondiente crecimiento del crédito registrado durante 1986–90 es atribuible a los préstamos bancarios, los bancos japoneses aumentaron su exposición al riesgo en mayor medida que los estadounidenses durante 1996–2000. Esto es particularmente cierto con respecto a la distribución sectorial de los préstamos, ya que la expansión japonesa estuvo estrechamente correlacionada con la subida especulativa de los precios de la propiedad inmobiliaria. Por el contrario, en Estados Unidos los préstamos concedidos a los productores de bienes y servicios representaron la mayor parte del crecimiento del crédito bancario.

... así como
diferencias ...

Evolución comparativa en Japón y en Estados Unidos					
	Japón			Estados Unidos	
	1981–85	1986–90	1991–95	1991–95	1996–2000
PIB ¹	3,3	4,9	1,4	2,4	4,3
Productividad del trabajo ¹	2,3	3,4	0,8	1,4	2,7
Precios de consumo ¹	2,8	1,3	1,4	3,1	2,5
Inversión no residencial/PIB ²	15,7	17,9	16,7	10,4	12,5
Tipo de interés real ³	4,8	4,2	3,6	4,2	4,1
Relación precio/beneficios ⁴	35,2	69,5 ⁵	86,5	17,5	32,4 ⁵
Importaciones/PIB ²	12,5	8,1	7,5	11,1	13,2
Precios de la vivienda ⁶	131	190	172	113	147
Precios de las acciones ⁶	211	563 ⁵	314	187	452 ⁵
Tipo de cambio efectivo nominal ⁶	129	154	208	99	122
Ahorro privado neto/PIB ²	4,7	1,6	3,7	3,5	-2,8
Resultado fiscal/PIB ²	-2,8	1,3	-1,1	-4,5	0,1
Cuenta corriente/PIB ²	1,8	2,8	2,6	-1,0	-2,7
Ingreso neto de capital/PIB ^{2,7}	-1,3	-3,6	-0,9	0,1	3,3
Ahorro de los hogares/renta disponible ²	22,0	17,6	14,0	7,2	3,1
Deuda de los hogares/PIB ⁸	47	61	63	67	74
Deuda de las empresas/PIB ⁸	99	131	132	69	73
Dinero (definición amplia) ¹	8,3	10,4	2,1	1,8	8,7

¹ Variación porcentual anual media. ² Porcentaje, media del periodo. ³ Tipo de interés nominal a diez años menos tasa anual de inflación (deflactor del gasto de consumo), media del periodo. ⁴ Final del periodo. ⁵ Valor máximo en el último año. ⁶ Índice (1980 = 100 en Japón; 1990 = 100 en Estados Unidos), final del periodo. ⁷ Flujos netos de inversión directa y de cartera. ⁸ Porcentaje, final del periodo.

Fuentes: OCDE; datos nacionales; BPI.

Cuadro II.4

... sobre todo en lo que se refiere a las cuentas externas

Otra diferencia clave se refiere a la evolución de las cuentas externas. Mientras que en Japón el superávit por cuenta corriente y las salidas netas de capitales aumentaron durante 1986–90, en Estados Unidos la expansión estuvo acompañada de un crecimiento del déficit por cuenta corriente y de un alza de la demanda de capital extranjero. Es posible que el desequilibrio externo, aunque probablemente insostenible en el largo plazo, trajera aparejada alguna ventaja, en el sentido de que las empresas estadounidenses estuvieron sometidas a constantes presiones —tanto internas como externas— para mejorar sus beneficios y sus tasas de rendimiento. Las empresas japonesas también sufrieron presiones competitivas, procedentes, sobre todo, de otros países asiáticos. No obstante, su reto principal fue buscar oportunidades de inversión favorables en el extranjero.

Corrección del stock de capital

La contracción de la tasa de inversión registrada en Japón durante 1991–95 podría ser indicativa de que la expansión de la inversión, tanto en maquinaria como en estructuras, fue excesiva y que la corrección a la baja del capital, que tiene una vida económica relativamente larga, resulta prolongada a la vez que dolorosa. En cambio, en Estados Unidos la expansión de la inversión se ha limitado principalmente al equipamiento de alta tecnología que tiene una vida económica relativamente corta. De aquí que los posibles excesos puedan corregirse con más celeridad, si bien acreedores e inversionistas podrían sufrir pérdidas elevadas.

Evolución del comercio mundial y de las cuentas exteriores

Notable crecimiento del comercio mundial y aumento del comercio exterior en porcentaje del PIB mundial

Con la aceleración del crecimiento mundial próxima a alcanzar la tasa más alta de los últimos quince años, el comercio mundial (en volumen) aumentó un 13,5% en comparación con 1999 (cuadro II.5). El comercio exterior como porcentaje del producto mundial aumentó, pues, aún más el año pasado, manteniendo la tendencia de crecimiento de todo el periodo de posguerra. Esta tendencia refleja en gran medida los cambios introducidos en los

Comercio y precios en el mercado internacional				
	1991–97	1998	1999	2000
	variación porcentual anual			
Volumen del comercio	7,1	4,6	5,6	13,4
Precios de los bienes en el mercado internacional (en dólares de EE.UU.)	0,2	- 6,1	-1,5	-0,3
Bienes manufacturados	0,1	- 1,7	-2,0	-6,2
Petróleo	-2,5	-32,1	37,5	56,9
Otros productos	1,8	-14,7	-7,1	1,8
Relación de intercambio				
Países industrializados	0,3	1,7	0,1	-3,4
Economías de mercado emergentes	-0,7	- 7,1	5,0	6,4

Fuente: FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*.

Cuadro II.5

Participación del comercio exterior ¹				
	1981-90	1995	1999	2000
	en porcentaje del PIB			
Estados Unidos	7,9	11,6	13,9	14,8
Zona del euro	11,9	14,3	17,6	19,0
Japón	7,1	8,4	9,1	9,9
Reino Unido	22,9	28,5	33,9	35,9
Canadá	23,7	35,9	43,7	46,3
Australia	13,3	18,4	20,5	21,6
Suecia	28,4	37,1	45,0	47,7
Suiza	28,8	33,1	39,2	41,4
<i>Comercio de servicios/ comercio total</i>	<i>21,5</i>	<i>20,4</i>	<i>21,2</i>	<i>19,9</i>

¹ Media de exportaciones e importaciones de bienes y servicios, definición de la contabilidad nacional (en términos reales).
Fuentes: OCDE; datos nacionales.

Cuadro II.6

procesos de producción de las empresas (cuadro II.6). Dichos cambios se han diversificado cada vez más, tanto vertical como horizontalmente, debido a la intensificación de la competencia en los mercados de bienes de todo el mundo, así como a los intentos de las empresas de aprovechar los rendimientos crecientes a escala en las plantas. A diferencia con el pasado, hoy, cada proceso consta de un creciente número de pasos intermedios que están dispersos entre distintos países y que, por lo tanto, contribuyen al aumento del peso del comercio exterior en el PIB de cada país. Gracias al progreso tecnológico y a la reducción de los costos de las comunicaciones, cada vez es mayor el número de servicios que pueden comerciarse en los mercados internacionales, lo que también ha contribuido a aumentar el peso del comercio exterior en el PIB. No obstante, y en alguna medida inesperadamente, la proporción de los servicios en el comercio mundial se ha mantenido considerablemente estable.

A pesar del incremento de los volúmenes comerciados, el descenso de los precios (en dólares y en DEG) de bienes manufacturados en los mercados internacionales observado durante la década de los noventa continuó el año pasado, lo que constituye una prueba adicional de la pérdida de poder de las empresas para fijar los precios en los mercados mundiales de bienes. Debido a la pronunciada subida de los precios del petróleo y al cambio de tendencia de los precios de otros productos básicos, las relaciones de intercambio de los países industrializados empeoraron el año pasado. En cambio, la evolución de los precios de los bienes en los mercados internacionales impulsó significativamente la renta real en los países exportadores de petróleo, así como en países que dependen de las exportaciones de metales.

Por lo que se refiere a las variaciones de las balanzas de pagos, uno de los acontecimientos más sorprendentes de los últimos años ha sido el deterioro de la cuenta corriente de la balanza de pagos de la zona del euro, que pasó de registrar un superávit de en torno a 70.000 millones de dólares

Continúa el descenso de los precios de los bienes

Deterioro de las cuentas externas en la zona del euro

en 1997 a acumular un déficit superior a 30.000 millones el año pasado (cuadro II.7). Durante 1997–99, periodo en el que el crecimiento de la demanda fue relativamente lento en la zona del euro, el aumento de las importaciones (tanto en términos nominales como reales) fue muy superior al de las exportaciones. Y el año pasado, cuando la depreciación del euro contribuyó significativamente al alza de las exportaciones, las importaciones aumentaron aún más deprisa debido al efecto combinado de la subida de los precios del petróleo y la reducción del tipo de cambio. Italia representa alrededor de un tercio del empeoramiento registrado desde 1997, al haber experimentado una considerable pérdida de participación en el mercado de las exportaciones y a que tiene un grado relativamente elevado de dependencia del petróleo importado. Alemania y España mantienen, cada una, una participación del 20% del total. En el caso de Alemania, el empeoramiento se debió principalmente al aumento de los déficits en las cuentas de servicios y de inversión neta, mientras que el aumento del déficit comercial de España puede atribuirse al crecimiento excepcionalmente elevado de sus importaciones.

En el Reino Unido, también empeoró considerablemente la cuenta corriente (2,25% del PIB desde 1997), debido principalmente al aumento de su déficit comercial. En cambio, Canadá y Noruega han experimentado una mejora equivalente al 3,5% y al 8,25% del PIB, respectivamente. En el caso de Noruega, esta mejora proviene principalmente de la subida de los precios del petróleo, mientras que Canadá se benefició del fuerte crecimiento de la demanda estadounidense, de la evolución a su favor de la relación de intercambio y de la disminución de los pagos netos de intereses.

Otro hecho interesante, y en alguna medida desconcertante, es que la relación histórica entre las tasas nacionales de inversión y de ahorro parece haber cambiado en los últimos años. Como indica la disminución de los coeficientes de regresión estimados desde en torno a un 0,6 durante los años ochenta y principios de los noventa a sólo un 0,2 durante la segunda mitad de la década de los noventa (cuadro II.8), parece que las tasas de inversión son cada vez más independientes de las tasas nacionales de ahorro. La contrapartida ha sido un aumento sin precedentes de los desequilibrios de la cuenta corriente, lo que lleva a preguntarse por las fuerzas que se ocultan tras él.

La disminución de la correlación entre el ahorro y la inversión nacionales ...

Balanza de pagos de las tres principales zonas económicas									
	Cuenta corriente			Movimientos netos de IED y de inversión de cartera			Balanza global ¹		
	1998	1999	2000	1998	1999	2000	1998	1999	2000
	en miles de millones de dólares de EE.UU.								
Estados Unidos	-217	-331	-435	174	338	487	- 43	7	52
Zona del euro	35	- 7	- 32	-218	-166	-144	-183	-173	-176
Japón	120	109	118	- 63	- 36	- 60	57	73	58

¹ Suma de los dos grupos de columnas anteriores.
Fuentes: BCE; datos nacionales.

Cuadro II.7

Relación estimada entre el ahorro y la inversión nacionales ¹				
	α	β	R ²	$\Sigma Bop/Y$
1980–1989	10,5**	0,58**	0,62	2,3
1990–1995	9,3**	0,56**	0,68	2,0
1996–2000	17,2**	0,19*	0,08	3,6
2000	21,9**	0,01	-0,05	4,9

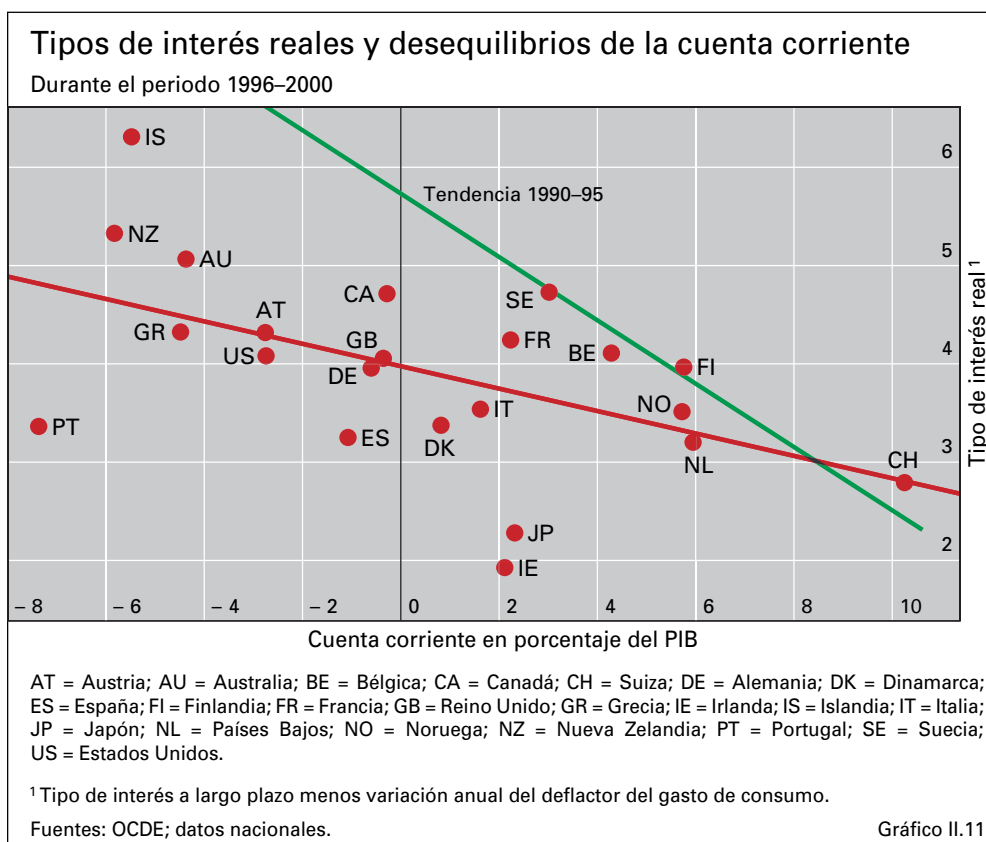
¹ La ecuación se ha estimado con datos de 22 países industrializados bajo la siguiente especificación: $I/Y = \alpha + \beta(S/Y)$, en la que I/Y and S/Y se refieren, respectivamente, a la inversión y el ahorro agregados en relación con el valor medio del PIB correspondiente a los periodos indicados en la primera columna. $\Sigma Bop/Y$ es la relación media entre la balanza de pagos y el PIB, calculado sin tener en cuenta el signo, y * y ** indican niveles de significación del 90% y el 99%, respectivamente. Cuadro II.8

Una explicación podría consistir en que al reducirse los desequilibrios presupuestarios, ha disminuido la preocupación de los mercados por los desequilibrios externos. En segundo lugar, aunque la creación de una unión monetaria en Europa ha aumentado significativamente el comercio en el seno de la región, ha acarreado un considerable empeoramiento de los desequilibrios de la cuenta corriente de sus miembros. De hecho, estos cambios representan alrededor de la mitad del aumento de los desequilibrios agregados registrado entre 1990–95 y 1996–2000.

... podría deberse a los efectos de la unión monetaria ...

La tercera explicación, relacionada con la anterior, argumenta que la situación de las cuentas corrientes exteriores ha sido "impulsada" o propiciada por el extraordinario aumento de los movimientos transfronterizos de inversión directa y de cartera. Esto es predicable especialmente de

... a unos mercados de capitales más acomodaticios ...



Cuenta corriente de la balanza de pagos de las principales regiones					
	1997	1998	1999	2000	Variación 1997-2000
en miles de millones de dólares de EE.UU.					
Países industrializados	78	-33	-198	-298	-376
Países asiáticos emergentes	26	114	112	88	62
América Latina	-67	-90	- 56	- 48	19
Oriente Medio y África	- 2	-49	- 9	58	60
Economías en transición	-24	-28	- 2	27	51
Total	11	-86	-153	-173	-184

Fuente: FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*. Cuadro II.9

los movimientos de capitales dentro de la zona del euro, pero también de los movimientos entre las tres principales zonas económicas. Como muestra el cuadro II.7, las entradas netas de inversión extranjera directa y de cartera a largo plazo en Estados Unidos han aumentado significativamente con la elevación del déficit por cuenta corriente de los últimos tres años. La balanza de pagos de Japón se ha mantenido asimismo relativamente estable, mientras que el déficit de la zona del euro ha disminuido gradualmente a pesar del empeoramiento de la posición de la cuenta corriente. Una observación que confirma la hipótesis de que los mercados internacionales de capitales acomodan mejor los desequilibrios entre ahorro e inversión es que la sensibilidad de los tipos de interés reales a los desequilibrios de la cuenta corriente parece haber disminuido durante la década de los noventa (gráfico II.11). En otras palabras, las diferencias entre los tipos de interés reales o las tasas de rendimiento esperadas requeridas para encauzar el exceso de ahorro hacia los países con oportunidades de inversión favorables y con déficit por cuenta corriente parecen haber disminuido en comparación con periodos anteriores.

... o a un aumento de la discrepancia mundial

Una cuarta posibilidad es que la evidente ruptura de la relación entre el ahorro y la inversión se deba principalmente a errores de medición de las estadísticas de la balanza de pagos mundial. La entrada en escena de una gran discrepancia en la cuenta corriente de la economía mundial se remonta como mínimo a principios de los años ochenta. Desde 1997, esta discrepancia ha sido especialmente notable: tan sólo alrededor de la mitad del empeoramiento de la balanza agregada de los países industrializados se debió a la mejora registrada en otros (cuadro II.9). Sin embargo, la experiencia también parece indicar que, a medida que se dispone de datos más completos y que un mayor número de países declaran sus transacciones externas, la discrepancia tiende a disminuir en comparación con las predicciones y estimaciones iniciales. Por consiguiente, es posible que el aumento de la discrepancia que muestra el cuadro esté sobrestimado, lo que no sólo significaría que la posición externa agregada de los países industrializados ha sido ligeramente más fuerte de lo que sugieren los datos actuales, sino también que la reciente relación entre la inversión y el ahorro agregados ha seguido más de cerca las pautas históricas.

III. Evolución de la situación en los mercados emergentes

Aspectos más destacados

La mayoría de los mercados emergentes obtuvo resultados macroeconómicos muy satisfactorios durante el año pasado aunque, a medida que avanzaba el año, compartieron la desaceleración económica de los países industrializados. La tasa media de crecimiento fue la más elevada de los últimos cuatro años, especialmente en América Latina y en Europa Central y Oriental (cuadro III.1). La aceleración del crecimiento medio estuvo acompañada de una convergencia de las tasas de crecimiento, sobre todo en Europa Central y Oriental, donde, por primera vez desde el cambio de régimen, todos los países registraron tasas positivas.

Sin embargo, se observaron notables diferencias entre los distintos países en cuanto al ritmo al que procedieron sus respectivas reformas estructurales. En América Latina, los procesos de fusiones y privatizaciones así como la creciente presencia de bancos extranjeros insuflaron nuevos bríos al sector bancario. También se aprobaron nuevos marcos legislativos para reforzar la viabilidad fiscal, aunque su eficacia no se ha comprobado aún en la práctica. En Europa Central y Oriental, tan sólo algunos países consiguieron reducir el desempleo estructural y, en Turquía, la reciente crisis mostró una vez más, que un sector bancario frágil puede minar la confianza en la política macroeconómica. En Asia, se hizo frente a algunas de las deficiencias estructurales que quedaron al descubierto durante la crisis de 1997–98, pero resulta aún incierto si estas políticas superarán la prueba de la desaceleración mundial en curso.

El superávit por cuenta corriente agregado de las economías emergentes aumentó durante el año pasado, pese a que se observaron grandes diferencias interregionales. La subida de los precios del petróleo, unida a un ligero incremento de los precios de otros productos básicos, explica en su mayor parte la mejora registrada en África. El encarecimiento de los precios del petróleo crudo benefició asimismo a los países exportadores de América Latina, aunque también encubrió un aumento del déficit por cuenta corriente subyacente de la región, debido al fuerte crecimiento de la demanda interna. El dinamismo de las exportaciones a Europa Occidental redujo los déficit externos en la mayoría de los países de Europa Central, a pesar del aumento del valor de las importaciones de petróleo. En cambio, en casi todas las economías asiáticas el superávit externo se redujo, a consecuencia no sólo de su relativamente elevado consumo de energía, sino también del menor crecimiento de los ingresos de exportación observado hacia finales del 2000.

A pesar de la recuperación del crecimiento y la subida de los precios del petróleo, la inflación media descendió hasta sólo rebasar ligeramente el 6%. En la región asiática, la inflación, inferior a un 2%, fue de hecho menor a la

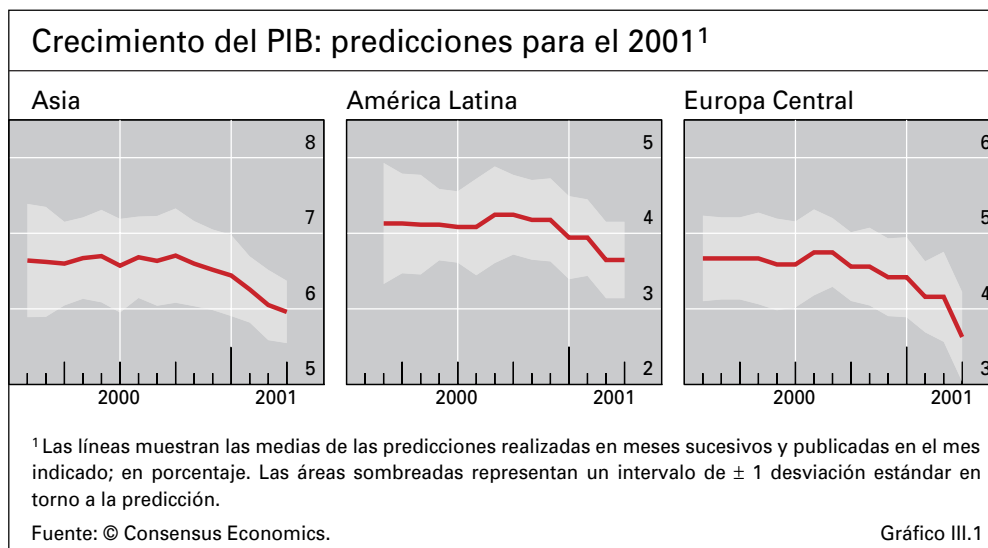
de los países industrializados, al tiempo que en los de América Latina se consolidaron las importantes mejoras logradas durante la segunda mitad de la década de los noventa. Como se señala en el último apartado de este capítulo, contener la inflación ha sido uno de los mayores éxitos de los mercados emergentes en los últimos años; el endurecimiento de la política fiscal, la adopción de una política monetaria orientada primordialmente a la estabilidad de los precios y de políticas estructurales destinadas a reforzar la competencia interna y externa son factores que han desempeñado un papel

Crecimiento, inflación y balanza por cuenta corriente									
	PIB real			Precios de consumo			Balanza por cuenta corriente		
	1993-98	1999	2000 pe	1993-98	1999	2000 pe	Media 1993-98	1999	2000 pe
	variación porcentual anual						en porcentaje del PIB		
Asia ¹	7,5	6,1	7,0	9,6	2,2	1,9	0,5	4,1	2,9
China	10,5	7,1	8,0	11,9	-1,4	0,3	1,6	1,6	1,5
Hong Kong	3,2	3,1	10,5	6,7	-4,0	-3,6	-0,4 ²	5,2 ²	4,7 ²
India	6,4	6,6	6,0	7,6 ³	3,5 ³	5,3 ³	-1,1	-0,6	-1,0
Corea	4,7	10,9	8,8	5,4	0,8	2,3	-0,1	6,0	2,4
Singapur	8,0	5,4	10,0	1,7	0,5	1,5	17,1	25,3	23,6
Taiwan	6,0	5,6	6,0	2,7	0,2	1,3	2,7	2,9	3,0
Filipinas	3,6	3,4	4,0	8,0	6,7	4,3	-3,5	10,3	12,4
Indonesia	3,2	-0,1	4,8	15,4	20,5	3,7	-1,8	4,1	7,2
Malasia	6,3	5,8	8,5	3,7	2,7	1,5	-3,4	15,9	9,2
Tailandia	3,2	4,2	4,3	5,6	0,3	1,5	-3,6	10,2	7,6
América Latina ¹	3,6	0,2	4,4	73,4	9,1	6,7	-3,1	-3,1	-2,1
Argentina	4,5	-3,0	-0,5	3,2	-1,2	-0,9	-3,6	-4,4	-3,3
Brasil	3,5	0,8	4,5	213,4	4,9	6,0	-2,6	-4,7	-4,2
Chile	6,9	-1,1	5,4	8,5	3,4	3,8	-4,5	-0,1	-1,4
Colombia	3,7	-4,3	2,8	21,1	11,2	9,5	-5,0	-0,0	0,2
México	2,7	3,7	6,9	19,9	16,6	7,9	-3,5	-2,9	-3,1
Perú	5,9	1,4	3,6	17,7	3,5	3,8	-6,2	-3,5	-3,0
Venezuela	1,1	-6,8	2,8	56,1	23,6	16,2	2,6	3,6	11,1
Europa Central ¹	4,2	3,1	4,0	20,6	6,5	8,7	-2,6	-5,9	-5,4
Hungría	2,4	4,5	5,2	20,9	10,0	9,8	-5,6	-4,3	-3,3
Polonia	5,6	4,1	4,1	24,1	7,3	10,1	-1,2	-7,5	-6,2
República Checa	1,6	-0,8	3,1	11,2	2,1	3,9	-3,6	-3,0	-4,8
Rusia	-5,6	5,4	8,3	151,9	85,7	20,8	2,2	13,5	19,0
Turquía	4,7	-5,0	6,1	84,8	64,9	54,9	-0,9	-0,7	-4,8
Arabia Saudita	1,0	0,4	4,1	1,2	-1,6	-0,8	-5,8	0,3	10,1
África	3,0	2,5	3,0	19,7	5,7	4,2	-11,1 ⁴	-12,1 ⁴	0,8 ⁴
Sudáfrica	2,5	1,9	3,2	8,3	5,2	5,3	-0,8	-0,5	-0,4
Zona CFA	3,4	2,4	2,6	9,2	1,4	1,8	-6,0	-5,3	-4,5
<i>Pro memoria:</i>									
<i>Países del G-7</i>	2,6	2,9	3,8	2,1	1,3	2,3	-0,0	-1,1	-1,6

¹ Media ponderada de los países mencionados, basada en el PIB y en 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; OCDE; datos nacionales; estimaciones del BPI.

Cuadro III.1



importante. Además, una vez que comenzó a descender la inflación, se liberaron fuerzas que contribuyeron tanto a consolidar las ganancias como a que continuase su descenso. Aún así, mantener la inflación en niveles moderados continúa siendo un reto prioritario para la mayoría de los países.

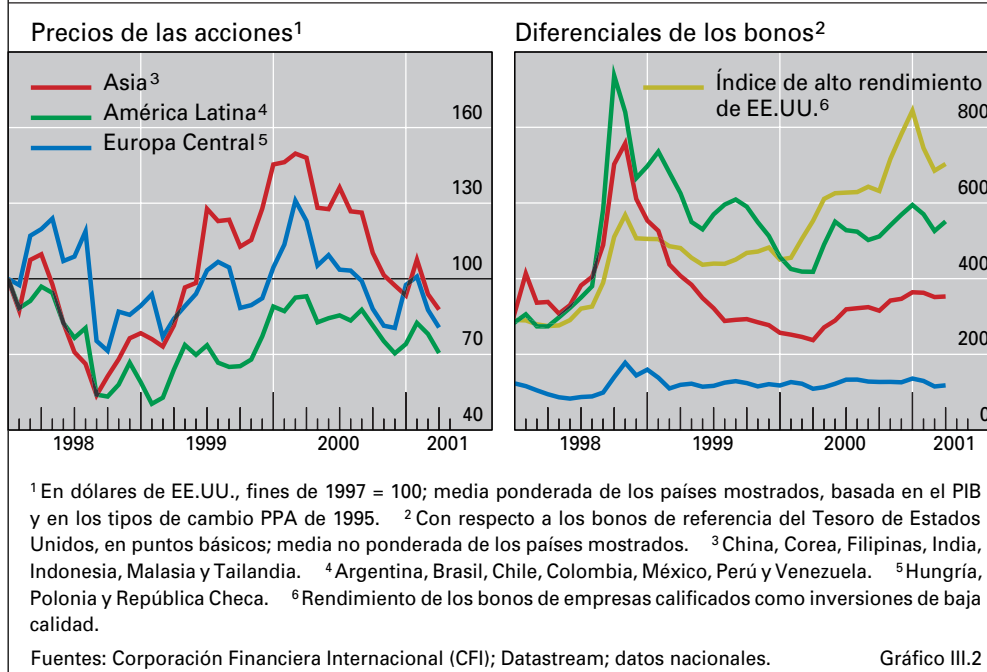
A medida que avanzaba el año, los mercados emergentes se hicieron eco de la progresiva desaceleración experimentada por la economía de los países industrializados. Volviendo la vista atrás, el acusado descenso de los precios de las acciones a principios de año fue una advertencia del cambio de tendencia que se cernía sobre el ciclo mundial del sector electrónico. Hacia finales del 2000, el crecimiento del producto se desaceleró bruscamente en los países que dependen en mayor medida de las exportaciones de estos productos, y las perspectivas de crecimiento a corto plazo de la mayoría de las economías de mercado emergentes fueron revisadas a la baja (gráfico III.1). Las perspectivas se presentan especialmente inciertas en Argentina, Indonesia y Turquía, donde la confianza en las políticas adoptadas ha sufrido un deterioro. Las expectativas de crecimiento a corto plazo dependen de la vulnerabilidad de las economías a los cambios del comercio mundial, así como de la situación financiera internacional. Los efectos del cambio de signo del ciclo del sector electrónico se manifestaron con mayor intensidad en los mercados emergentes de Asia. A diferencia de éstos, los países latinoamericanos son más vulnerables al comportamiento de los mercados internacionales de capitales, dados sus elevados déficit por cuenta corriente y sus necesidades de financiación externa. En razón de su menor grado de dependencia de flujos de entrada de capitales, y del destino final de gran parte de sus exportaciones, las perspectivas de África y Europa Central y Oriental dependen principalmente del crecimiento de Europa Occidental.

Evolución de los mercados financieros y flujos de capital

La favorable evolución macroeconómica de la mayoría de las economías emergentes durante el año pasado ha de analizarse en el contexto de reaparición periódica de unas condiciones financieras volátiles y

La situación financiera empeoró con el transcurso del año ...

Precios de las acciones y diferenciales de los bonos



desfavorables. La corrección a la baja de los precios de las acciones, registrada en los principales mercados en marzo del 2000, se reflejó inmediatamente en los mercados bursátiles de las economías emergentes (gráfico III.2). Los mercados asiáticos, con la importante excepción de China, resultaron especialmente afectados, por cuanto que la caída del índice Nasdaq se interpretó en general como una señal de descenso de la demanda de productos electrónicos y, por tanto, como una disminución de los ingresos de exportación de los países especializados en estos productos (cuadro III.2). En algunos casos, la bajada de los precios de las acciones se vio exacerbada por los temores surgidos en relación con el lento avance de las reformas financieras y los procesos de reestructuración empresarial, lo que se manifestó con especial claridad a finales de año, cuando varios países experimentaron flujos negativos netos de inversión de cartera.

La evolución de los mercados de crédito de los países industrializados también influyó en las condiciones de financiación que afrontaron las economías emergentes. Tanto en la primavera como hacia finales del año

Correlaciones entre las variaciones del índice Nasdaq y de los precios de las acciones¹

	Corea	Hong Kong	Malasia	Singapur	Tailandia	Taiwan
1995–96	0,16	0,32	0,05	0,11	0,19	0,05
1999–2000	0,45	0,55	0,25	0,40	0,32	0,27
	Argentina	Brasil	Chile	México	Polonia	Sudáfrica
1995–96	0,06	0,01	-0,08	0,07	0,18	0,02
1999–2000	0,23	0,44	0,23	0,38	0,34	0,36

¹ En monedas nacionales; las cifras se refieren a dos años y se han calculado utilizando observaciones semanales.

Fuentes: CFI; datos nacionales.

Cuadro III.2

pasado, los diferenciales de rendimiento de los bonos soberanos se incrementaron ostensiblemente, sobre todo en los países con una elevada deuda externa, déficit fiscal o un sector bancario frágil (véase también el capítulo VI). Sin embargo, estos diferenciales aumentaron, en general, en menor medida que los de los bonos de empresas con altas calificaciones de rentabilidad, por cuanto que los inversionistas percibían un riesgo de incumplimiento muy inferior. Los cambios de las expectativas del mercado también influyeron en los flujos netos de capital (cuadro III.3). Debido al deterioro de la situación financiera observado en el cuarto trimestre del año pasado, la emisión de bonos entró en una fase de estancamiento y la entrada neta por emisiones de acciones también se contrajo abruptamente. Al descender a su vez la inversión extranjera directa (IED), las entradas netas de capital privado declinaron en el 2000 hasta pasar a representar sólo una pequeña proporción de los niveles registrados con anterioridad a la crisis asiática.

Aunque algunos observadores han interpretado la disminución de la deuda como una reacción deliberada de los prestamistas a la sucesión de crisis ocurridas en la década de los noventa, también cabe hacer una interpretación más positiva. Durante los dos últimos años, los tipos de interés nacionales han disminuido, un mayor número de países ha permitido la fluctuación de su moneda y las reformas estructurales han incrementado gradualmente la oferta interna de fondos disponibles. En estas circunstancias, los prestatarios de los mercados emergentes han mostrado una creciente preferencia por fuentes de financiación internas y en moneda local, en detrimento de los préstamos internacionales. La oferta de crédito ha experimentado además cambios de naturaleza estructural. Los

... y los flujos netos de capital fueron inferiores a los niveles registrados con anterioridad a crisis recientes

Los flujos netos de deuda fueron especialmente débiles

Flujos netos de capital privado en las economías de mercado emergentes				
	1997	1998	1999	2000
	en miles de millones de dólares de EE.UU.			
Por instrumento				
Inversión extranjera directa	145	151	150	144
Inversión de cartera	43	1	22	25
Otros movimientos de capital privado	-68	-99	-102	-136
Por región				
Asia	13	-47	1	- 2
América Latina	68	62	40	39
África	17	11	13	9
Europa Central y Oriental	3	19	13	3
Otra	19	8	4	- 16
Flujo total	120	53	70	33
<i>Pro memoria: Variación de las reservas¹</i>	-62	-35	- 86	-120

¹ Un signo negativo indica un aumento.
Fuente: FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*. Cuadro III.3

bancos internacionales han reforzado ostensiblemente su presencia en las economías emergentes mediante operaciones de compra de entidades locales, reduciendo en consecuencia su volumen de préstamos externos. Por último, la acumulación de considerables superávits por cuenta corriente en Asia ha permitido restituir las reservas de divisas y reducir la deuda externa de corto plazo.

La distribución regional se mantuvo estable

La composición regional de los flujos netos de capital privado registró escasos cambios durante el año pasado. Las entradas netas en la región asiática continuaron en torno a cero, debido principalmente a un aumento de los pagos por servicio de la deuda externa. La inversión extranjera directa también se contrajo, ya que la disminución de los flujos de entrada en el sudeste asiático compensó con creces el aumento de las entradas en China (dado su inminente acceso a la Organización Mundial del Comercio (OMC)) y en Corea (estimulados por la liberalización de la cuenta de capital). Por su parte, la entrada neta de capital privado se mantuvo estable en América Latina, mientras que en Europa Central y Oriental y en África fue inferior a la del año anterior. A pesar de la ligera disminución registrada el año pasado, la inversión extranjera directa constituyó la fuente más estable de afluencia de capital en las economías emergentes. Su distribución permaneció estable y sumamente concentrada. Cinco países: Argentina, Brasil, China (incluido Hong Kong), México y Corea, recibieron dos tercios de las entradas totales de IED destinada a las economías de mercado emergentes, mientras que África, con cincuenta países, recibió menos del 5%.

Asia

Evolución del crecimiento y del sector externo

La recuperación superó las expectativas ...

En Asia, el producto experimentó un acusado aumento en el 2000, superando en general las expectativas. Aunque no puede descartarse que la subida de los precios del petróleo redujera la renta real de los países importadores en un 0,5–1%, el crecimiento medio de la región ascendió hasta el 7%, registrándose tasas de expansión particularmente altas en Corea, Hong Kong y Singapur. Incluso Filipinas y Indonesia lograron una notable expansión a pesar de la incertidumbre política y el malestar social. Las fuentes del crecimiento varían de un país a otro (cuadro III.4). En economías relativamente cerradas y de gran tamaño como China e India, la demanda interna continuó siendo la principal fuente de crecimiento. En *China*, el estímulo fiscal y una política monetaria acomodaticia apoyaron la expansión; por otra parte, se incrementó la inversión pública y se adoptaron diversas medidas (como aumentar los salarios del sector público e introducir un impuesto sobre la renta procedente de intereses) para fomentar el consumo. No obstante, como se esperaba que las empresas estatales redujeran el número de trabajadores, además de las prestaciones sociales, los hogares tendieron a incrementar el ahorro como medida precautoria. El crecimiento de la inversión privada también fue moderado, a pesar del aumento de las entradas de inversión externa directa.

... incluso en China

Demanda interna (DI) y exportaciones netas (EXN)										
Contribución porcentual al crecimiento del PIB										
	China		Corea		Filipinas		Hong Kong		India	
	DI	EXN	DI	EXN	DI	EXN	DI	EXN	DI	EXN
1994-98	8,6	1,3	0,5	3,9	5,0	-1,4	3,5	-1,1	7,2	-0,4
1999	7,4	-0,3	11,9	-1,0	0,3	3,0	-5,0	8,1	6,1	0,3
2000	7,5	0,5	5,3	3,5	-1,7	5,6	9,3	1,2	5,1	0,6
	Indonesia		Malasia		Singapur		Tailandia		Taiwan	
	DI	EXN	DI	EXN	DI	EXN	DI	EXN	DI	EXN
1994-98	3,1	-0,5	1,9	3,9	4,5	3,0	-2,0	3,8	6,3	-0,2
1999	-2,7	3,0	1,7	4,1	4,3	1,6	2,9	1,3	1,9	3,5
2000	4,7	0,1	12,6	-4,0	8,9	0,9	3,8	0,5	4,3	1,7

Fuentes: JP Morgan, *World Financial Markets*; datos nacionales.

Cuadro III.4

En *India* se observó durante el año pasado un menor avance del crecimiento debido al efecto combinado de las adversas condiciones meteorológicas que afectaron al sector agrícola y de la desaceleración del sector servicios. La acusada subida de los precios del petróleo y un fuerte terremoto fueron otros factores que afectaron negativamente al crecimiento. El dinamismo de las exportaciones (la expansión más rápida desde 1997) contrarrestó en parte el descenso de la demanda interna y supuso un apoyo para la rupia, que había sufrido presiones de depreciación en razón del aumento del costo de las importaciones de petróleo. Las autoridades intentaron frenar esta depreciación incrementando los tipos de interés y movilizándolo depósitos especiales de nacionales no residentes, al tiempo que endurecieron la política fiscal y adelantaron el calendario de privatizaciones, que incluía la reducción de la participación pública en los bancos de propiedad estatal.

Desaceleración del crecimiento en India

Al disminuir las exportaciones en las economías asiáticas más abiertas, la demanda interna pasó a ser la principal fuente de crecimiento. Esta alteración se hizo patente especialmente en los países que dependen de las exportaciones de productos electrónicos (Malasia y Singapur), aunque también se percibió en Hong Kong, Indonesia y Tailandia. *Taiwan*, que permaneció relativamente inmune a la crisis de 1997-98, registró un cambio brusco tanto en la magnitud como en las fuentes del crecimiento. Tras la caída del Nasdaq, los precios de las acciones bajaron vertiginosamente, y este hundimiento fue exacerbado por conflictos políticos. Dado que los bancos habían concedido préstamos aceptando acciones en garantía, el punto de mira se desplazó hacia el sector bancario, donde la proporción de préstamos en mora había alcanzado un máximo histórico y los beneficios se contrajeron debido al exceso de capacidad. Finalmente, al desplomarse la demanda del sector electrónico a fines de año, el crecimiento real se desaceleró bruscamente.

En otros países, sustitución de demanda externa por demanda interna ...

A pesar del peso relativo de las ventas externas de productos electrónicos, la contribución de las exportaciones netas aumentó en Corea y en Filipinas. Sin embargo, en el caso de *Corea* este aumento obedeció,

... pero no en Corea y Filipinas

Política monetaria
acomodaticia

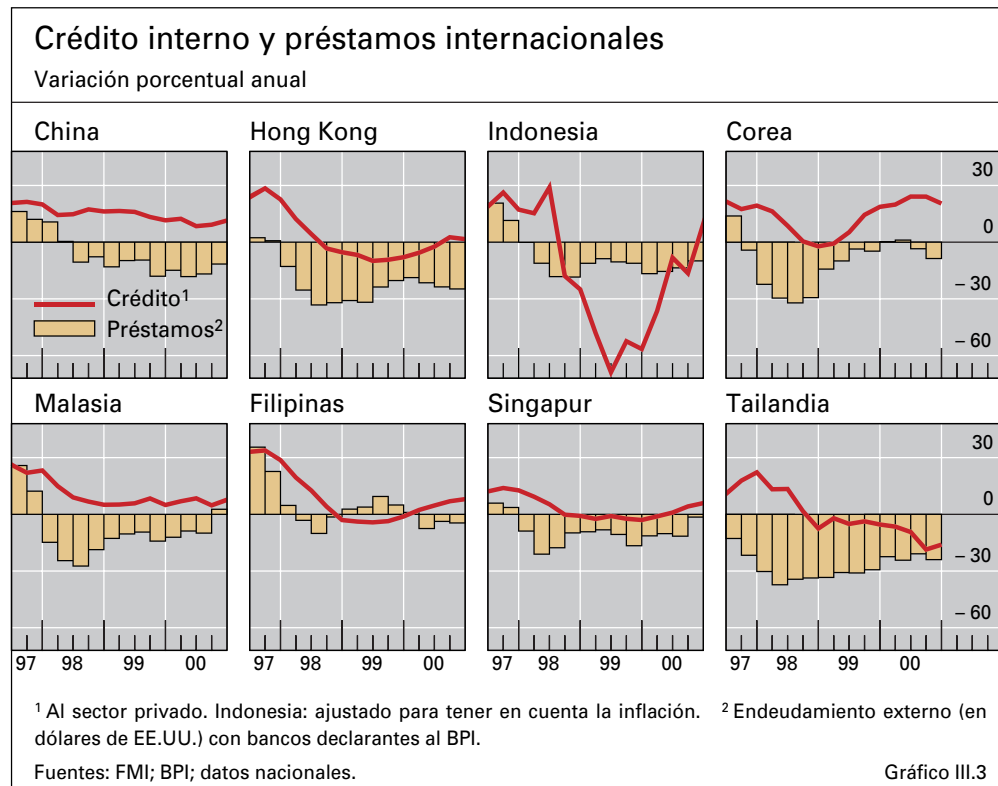
más que a un aumento del crecimiento de las exportaciones, a un cambio de composición de la demanda interna en favor de productos menos dependientes de las importaciones. En *Filipinas*, la contracción de la inversión empresarial, atribuible a la falta de confianza interna así como a una disminución de la inversión de cartera extranjera, fue el principal factor que explica el descenso de la demanda interna.

El fortalecimiento de la demanda interna del año pasado se apoyó en general en una política monetaria acomodaticia. Además, el endurecimiento de los tipos de interés de los países industrializados afectó relativamente poco a los tipos de interés de los países asiáticos al estar muchas de sus monedas sujetas a un régimen de flotación dirigida. China, Malasia, Singapur y Tailandia mantuvieron bajos los tipos de interés, reflejando la ausencia de presiones inflacionarias. En Corea, si bien el elevado crecimiento y el aumento de la inflación provocaron un incremento de los tipos de interés, éstos se mantuvieron moderados en razón de la preocupación por la fragilidad del sector empresarial. En Filipinas, India y Indonesia, los incrementos fueron algo mayores debido a presiones cambiarias sobre sus monedas.

Evolución del sector bancario y préstamos bancarios

El crecimiento del
crédito continuó
siendo bajo salvo
en Corea

A pesar del tono laxo de la política monetaria, el crecimiento del crédito bancario continuó siendo reducido o negativo el año pasado. En efecto, durante el periodo de recuperación posterior a la crisis, los volúmenes de préstamos bancarios han descendido en todos los países salvo en Corea (gráfico III.3). Lo ocurrido en este país se debió en parte al nivel relativamente alto de inversión y a la sustitución (desde mediados de 1999) de efectos comerciales y bonos empresariales por préstamos bancarios. No obstante, el



crecimiento del crédito se produjo también como resultado de la intervención oficial, incluidas la ampliación de los préstamos garantizados por el Estado a la pequeña y la mediana empresa y la rápida recapitalización de los bancos coreanos. Datos recientes de otros países sugieren una reactivación del crédito bancario al sector empresarial.

Siempre resulta difícil discernir si un crecimiento bajo o negativo del nivel del crédito se debe a una contracción crediticia (es decir, a una situación en la que no se conceden préstamos acordados porque los bancos no disponen de suficiente capital), a sus malas perspectivas o a falta de demanda. La reestructuración bancaria llevada a cabo en Asia ha avanzado lentamente aunque a paso seguro. Un gran número de bancos ha cerrado, se ha fusionado, ha sido nacionalizado temporalmente o adquirido por compradores extranjeros. Los sistemas bancarios parecen ser hoy más sólidos que antes de la crisis, aunque sólo en Corea y Malasia esto se haya traducido en una mejora significativa de la calificación crediticia. Aunque la recuperación económica permitió a algunos deudores renegociar sus préstamos, las sociedades de gestión de activos financiadas por el Estado desempeñaron un papel importante en el proceso de reducción de la cartera vencida. Estas sociedades se hicieron cargo de una elevada proporción de préstamos bancarios en mora en Corea, Indonesia y Malasia. Tailandia ha introducido recientemente un sistema similar con el objeto de permitir a los bancos reanudar su actividad crediticia. Las autoridades de todos los países asiáticos han adoptado asimismo medidas encaminadas a reforzar la supervisión bancaria e impedir las operaciones de crédito a prestatarios vinculados o pertenecientes a la entidad prestamista.

Sin embargo, varios factores han impedido llevar a cabo una reestructuración bancaria sustantiva. El descenso de los precios de las acciones ha limitado la capacidad para obtener capital adicional. El hecho de que algunos préstamos reestructurados estén de nuevo en situación de mora y, por tanto, de convertirse en una posible fuente de pérdidas de capital, constituye asimismo una advertencia en un momento en que la economía está en fase de desaceleración. Por último, a pesar de los progresos realizados, aún existen muchas entidades aquejadas de dificultades y algunos bancos no han introducido los cambios de funcionamiento necesarios para ser rentables a largo plazo. Esta situación podría explicar la razón por la que los bancos de algunos países no han sido capaces de expandir su actividad crediticia.

Existen asimismo indicios de que la anémica expansión del crédito se deba más a la evaluación por parte de los bancos del riesgo crediticio y de las expectativas de beneficios que a la capacidad de las entidades para otorgar crédito. En primer lugar, la recuperación de los préstamos comerciales ha sido incierta incluso en Hong Kong y Singapur donde los bancos son relativamente más sólidos. El hecho de que los bancos asiáticos hayan incrementado notablemente sus actividades de préstamo hipotecario, y que las diferencias de tipo de interés en préstamos sindicados a prestatarios de máximo grado de solvencia se hayan reducido constituyen una prueba adicional de que, al menos para algunos bancos, la escasez de capital no representa una limitación cuando los rendimientos cubren los riesgos.

Se ha avanzado en la reforma del sector bancario ...

... pero continúan las deficiencias

Mayor grado de consideración de los riesgos

Reducción de la demanda de crédito

Varios factores también sugieren que la demanda de crédito ha sido menor. En primer lugar, muchas empresas adoptaron medidas para reducir su apalancamiento, mientras que otras sencillamente no necesitaron endeudarse. En vísperas de la crisis, la inversión en varios países representaba alrededor de un 40% del PIB y la inversión de las empresas excedía con creces su flujo de caja. Tras la crisis, se hizo frente al aumento de las ventas recurriendo a la capacidad ociosa existente, por lo que la inversión se mantuvo baja a pesar de que el flujo de caja se recuperara. En consecuencia, el sector empresarial experimentó un superávit financiero y apenas tuvo necesidad de financiación externa. En segundo lugar, la composición sectorial del crecimiento limitó la demanda de crédito, ya que los sectores que recurren en mayor medida a éste seguían en recesión. En particular, el exceso de locales de oficina vacíos en los principales centros de negocio deprimieron la actividad del sector de la construcción. En cambio, los sectores vinculados con la exportación, al depender menos del crédito, experimentaron una notable expansión.

Retos de la política fiscal

El aumento de la deuda ha devenido una cuestión relevante ...

Anteriormente a la crisis de 1997, casi todas las economías asiáticas experimentaron superávit o sólo moderados déficit presupuestarios; sin embargo, una vez que desaparecieron sus efectos a consecuencia, tanto de las medidas adoptadas para estimular la demanda interna, como de los elevados gastos realizados para recapitalizar los sistemas bancarios y de la influencia de la recesión en los ingresos tributarios, la mayoría de los países registró considerables déficit presupuestarios en el 2000 además de un sustantivo aumento de la deuda pública (cuadro III.5). Dado que los pasivos contingentes del Estado eran también elevados y que los pagos en concepto de intereses representaban una elevada proporción del gasto fiscal, los déficit acumulados de los últimos años hicieron de la dinámica de la deuda una fuente de vulnerabilidad creciente en la región.

... en China ...

En el transcurso de los últimos tres años, China ha dependido de la expansión fiscal para estimular su crecimiento, lo que ha elevado el déficit presupuestario de forma sostenida, pasando de un nivel inferior al 1% del PIB en 1996, a casi un 3% el año pasado. Aunque según los patrones internacionales la deuda pública siguió siendo moderada, la carga fiscal efectiva aumentó debido a transacciones extrapresupuestarias y a pasivos originados en la absorción de la cartera vencida de los bancos. Los pasivos contingentes del sistema de pensiones y de seguridad social también se espera que sean elevados.

... e incluso más en la India ...

La vulnerabilidad fiscal de India era patente con sólo considerar el déficit federal, cercano al 5% del PIB. Dado que los estados federados también presentaban déficit considerables, el año pasado la necesidad total de financiación se aproximó al 10%, lo que elevó la deuda de las administraciones públicas a un nivel que sobrepasaba el 60% del PIB e incluso superior, si se incluyen los pasivos contingentes del sector financiero y de las empresas estatales. Aunque el gobierno ha abandonado gradualmente la política de monetizar su déficit, la elevada deuda contraída ha dado lugar a tipos de

Resultado fiscal y deuda pública									
	Saldo nominal			Pagos de intereses			Deuda pública		
	1996	1999	2000	1996	1999	2000	1996	1999	2000
	en porcentaje del PIB								
Asia									
China	-0,9	- 2,2	-2,9	0,7	0,8	0,8	7,3	12,7	14,6
Hong Kong	2,2	0,8	-0,9	-	-	-	-	-	-
India	-4,9	- 5,4	-5,1	4,3	4,6	4,6	49,4	52,2	53,0
Corea	0,1	- 4,6	1,0	0,5	2,3	2,4	11,9	22,3	23,1
Singapur	14,7	10,3	11,4	-	-	-	74,0	88,5	84,5
Taiwan	-1,8	1,0	-0,3	1,4	1,5	2,0	26,4	27,5	29,8
Filipinas	0,3	- 3,5	-3,9	3,4	3,4	4,0	53,2	59,2	64,9
Indonesia	1,1	- 1,6	-3,2	2,0	3,8	5,7	27,3	105,7	106,9
Malasia	0,7	- 3,2	-5,8	2,7	2,6	2,7	35,3	37,3	37,0
Tailandia	0,7	- 2,6	-2,2	0,2	1,2	1,2	16,3	42,4	54,4
América Latina									
Argentina	-2,2	- 2,6	-2,4	1,7	2,9	3,4	35,7	43,0	46,0
Brasil	-5,9	-10,3	-4,5	5,8	13,6	8,1	33,3	49,4	49,5
Chile	2,3	- 1,5	0,2	0,6	0,4	0,5	28,1	29,4	31,1
Colombia	-3,7	- 5,8	-6,9	1,9	3,3	4,5	14,4	29,4	36,8
México	-0,2	- 1,6	-1,3	3,7	3,2	3,3	31,1	25,7	23,5
Perú	-1,3	- 3,2	-3,2	2,4	2,1	2,2	45,2	37,5	35,6
Venezuela	0,7	- 2,3	-1,8	5,0	2,6	2,5	33,8	29,8	...

Nota: Las comparaciones internacionales deben tener en cuenta que se utilizan diferentes definiciones del sector público; Hong Kong e Indonesia: años fiscales; India: sólo gobierno federal.

Fuentes: FMI; Instituto de Finanzas Internacionales; datos nacionales; estimaciones del BPI.

Cuadro III.5

interés reales relativamente altos, aumentando así los costos de su financiación y restando incentivos a la inversión privada. Teniendo presente la importancia fundamental de la viabilidad fiscal, el gobierno presentó un proyecto de ley sobre responsabilidad fiscal destinado a reducir el déficit presupuestario federal al 2% del PIB durante los próximos cinco años y el endeudamiento público a menos del 50% del PIB en los próximos diez años.

La viabilidad fiscal también cobró protagonismo en otros países asiáticos. Filipinas tiene un legado de indisciplina fiscal y su deuda, de más del 60% del PIB a finales del 2000, era de las más altas de la región. Ya el año pasado, la duplicación del déficit presupuestario esperado fue una de las principales causas de la pérdida de confianza de los inversionistas y de las presiones a la baja sobre el tipo de cambio. Indonesia se acercó aún más al límite de su capacidad de endeudamiento, debido a la rapidez del crecimiento de su deuda pública y al hecho de que una gran parte de ésta estaba denominada en moneda extranjera. Durante los últimos dos años, el gobierno ha recurrido a préstamos de fuentes oficiales y a ventas de activos para financiar el pago de intereses y amortizaciones. En Tailandia, la deuda pública, situada en torno al 55% del PIB, seguía siendo sostenible. Sin embargo, a consecuencia de la reciente introducción de diversos planes orientados a revitalizar el sector financiero, la relación deuda/PIB podría aumentar rápidamente a menos que se tomen medidas para mejorar el saldo fiscal primario.

... en Filipinas y en Indonesia

Dependencia de las economías asiáticas de las exportaciones de productos de alta tecnología

Menor crecimiento de la demanda y descenso de los precios

El sector de las empresas de alta tecnología ha aumentado su predominio en las exportaciones de muchas economías asiáticas (cuadro III.6). El nivel de las exportaciones de estos bienes a Estados Unidos se ha cuadruplicado en el curso de la pasada década. Según algunos indicadores, los productos electrónicos han representado dos tercios de la recuperación de la producción industrial de la región durante los últimos años. Sin embargo, en el 2000, tanto el descenso de la demanda mundial de estos productos (gráfico III.4) como el de los precios de los componentes (por ejemplo, el precio de referencia del semiconductor DRAM cayó en casi dos tercios durante el año) se dejaron sentir en muchas economías asiáticas. Este descenso de la demanda de diversos tipos de exportaciones de alta tecnología era aún patente a principios del 2001 y tanto la información sobre los pedidos realizados, como la opinión de grupos del sector, apuntaban a que proseguiría con fuerza.

El impacto sobre la demanda final depende de la proporción del valor agregado local

Sin embargo, las estadísticas de exportaciones expresadas en el cuadro podrían subestimar la incidencia de las exportaciones de productos de alta tecnología en Asia así como el grado de exposición de los distintos países a la desaceleración en curso. En primer lugar, los sectores de alta tecnología de algunos países son casi enteramente de propiedad extranjera. Por consiguiente, con la excepción de la presión deflacionaria sobre los salarios, la caída de los precios de los productos electrónicos podría ejercer un impacto relativamente débil en las economías de la región. En segundo lugar, debido a la integración de los centros de producción, los envíos de componentes a otros países representan la mayor parte del comercio intrarregional. Esta circunstancia no sólo aumenta el riesgo de contagio de posibles perturbaciones a través de los intercambios comerciales, sino que también implica que la participación relativa de las exportaciones en el valor agregado local y, por ende su incidencia en la demanda final, varían significativamente

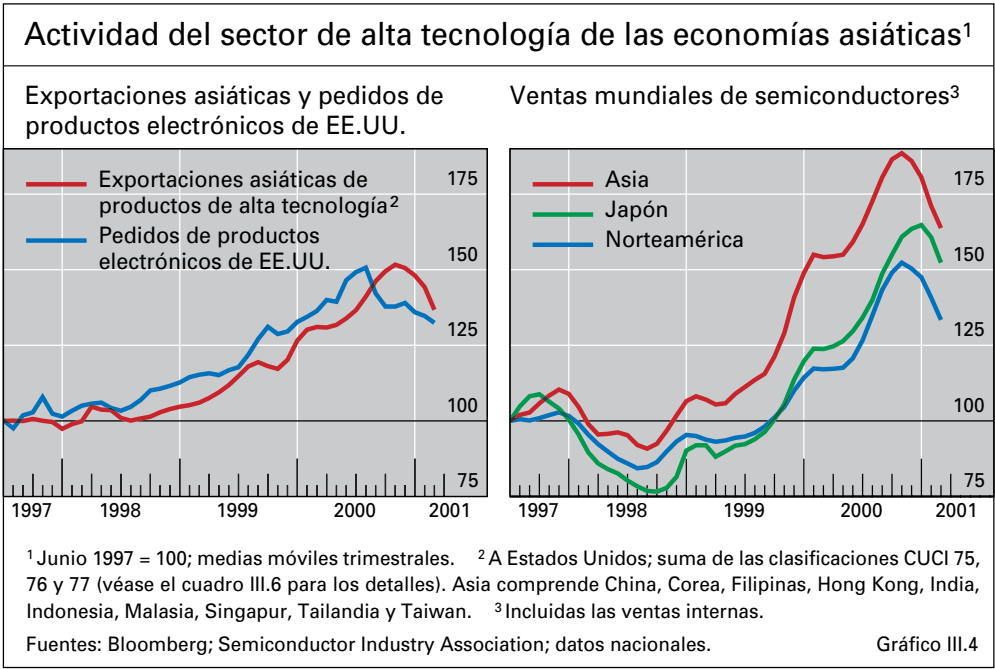
Exportaciones de productos de alta tecnología de las economías asiáticas											
	Proporción de las exportaciones totales de la economía a los países de la OCDE									Importaciones de EE.UU.: variación porcentual en los 12 meses anteriores a	
	CN	HK	ID	KR	MY	PH	SG	TH	TW	Jun. 00	Feb. 01
Ordenadores ¹	6	7	2	13	19	22	54	16	28	8	-6
Telecomunicaciones ²	7	4	5	6	15	6	5	7	4	43	1
Componentes ³	8	18	2	23	24	33	17	11	17	22	-2
Total	20	30	9	41	58	60	77	34	50	19	0

CN = China; HK = Hong Kong; ID = Indonesia; KR = Corea; MY = Malasia; PH = Filipinas; SG = Singapur; TH = Tailandia; TW = Taiwan.

¹ Capítulo 75 de CUCI: máquinas de oficina y máquinas de procesamiento automático de datos. ² Capítulo 76 de CUCI: aparatos y equipo para telecomunicaciones y para grabación y reproducción de sonido. ³ Capítulo 77 de CUCI: maquinaria, aparatos y artefactos eléctricos n.e.p., y sus partes y piezas eléctricas.

Fuentes: OCDE; datos nacionales.

Cuadro III.6



de un país a otro. Por ejemplo, en 1999 las importaciones coreanas de productos de alta tecnología sobrepasaron el 60% de sus exportaciones y un tercio de estas importaciones, principalmente de componentes, procedía de otras economías asiáticas. En Filipinas, el valor agregado local de las exportaciones quizá no alcance el 20% del total; también es reducido en Malasia y en Tailandia, aunque relativamente alto en Singapur y Taiwán.

A pesar de estos matices, la elevada y creciente incidencia de la tecnología en las economías asiáticas probablemente haya aumentado sus tasas de crecimiento y acentuado sus ciclos económicos. El ciclo de producción de los productos electrónicos y de otros productos de alta tecnología es significativamente más volátil que el de los bienes manufacturados tradicionales. Por consiguiente, si sobreviniera una desaceleración sustantiva de la economía mundial, la demanda de productos relacionados con la informática podría caer aún más puesto que las empresas tienden a postergar la puesta al día de sus equipos. En Estados Unidos, se ha observado una estrecha y creciente correlación entre el flujo de fondos de las empresas y el gasto en ordenadores.

Implicaciones para el ciclo económico asiático

Perspectivas de corto plazo

Las economías asiáticas, a excepción de China e India, parecen estar más expuestas al presente debilitamiento del crecimiento mundial que la mayoría de las restantes economías emergentes. Como se ha señalado más arriba, algunos países son sumamente vulnerables a un descenso de la demanda de productos electrónicos. Las exportaciones totales también resultarán afectadas por la desaceleración generalizada de Estados Unidos, así como por las malas perspectivas en Japón. Finalmente, a pesar de las reformas, todavía está por demostrar la capacidad de resistencia de las empresas a una reversión del ciclo económico en términos de posición financiera, patrimonio y organización.

Clima mundial menos favorable

Medidas para estimular la demanda interna

En respuesta a las perspectivas menos favorables de crecimiento, el menor nivel de los tipos de interés en los países industrializados y, en algunos casos, la reducción de presiones inflacionarias, varios países relajaron su política monetaria a principios de este año. Además de adoptar una política fiscal más expansiva, las autoridades chinas pusieron en práctica un programa para liberalizar los tipos de interés y los mercados de capitales al tiempo que anunciaron su intención de adoptar gradualmente un tipo de cambio más flexible. Malasia y Taiwan tienen previsto realizar incrementos sustanciales del gasto público, y, en su presupuesto más reciente, India propuso una mayor liberalización del entorno de inversión así como nuevas reformas para incrementar la tasa de crecimiento.

América Latina

Evolución del crecimiento y del sector externo

El crecimiento se recuperó el año pasado ...

Tras sufrir una grave recesión en 1998–99, las economías latinoamericanas experimentaron una notoria recuperación en el 2000. El PIB real aumentó más de un 4%, mientras que la inflación permaneció estable por debajo del 10% en gran parte de los países. La mayoría de las economías de la región registraron un crecimiento positivo y las dos mayores —Brasil y México— estuvieron entre las que obtuvieron mejores resultados. La principal excepción a esta tendencia favorable fue Argentina, donde el producto volvió a declinar. La mejora en el sector de las cuentas corrientes externas fue modesta. El crecimiento fue, en general, mayor en el primer semestre mientras que la desaceleración económica de Estados Unidos comenzó a afectar las exportaciones en la segunda mitad del año. Por otra parte, la mayor volatilidad en los mercados mundiales de capitales y la reaparición de las preocupaciones por la vulnerabilidad fiscal subsistente disminuyeron el flujo de capitales hacia la región. A finales de año, comenzó a temerse que factores políticos pudieran afectar negativamente los resultados económicos de Argentina, Colombia, Perú y Venezuela.

... debido principalmente a la demanda interna y a las exportaciones de petróleo

Aunque en el 2000 las exportaciones totales de la región aumentaron en más de un 20% en términos nominales, el crecimiento del producto fue impulsado en la mayoría de los países por la demanda interna (cuadro III.7). La alteración en las relaciones de intercambio tendieron a favorecer a los países exportadores de petróleo ya que los precios agrícolas por lo general se estancaron o bajaron, y sólo aumentaron significativamente los precios de los metales (especialmente del cobre). Las exportaciones de crudo contribuyeron en gran medida a reducir el déficit por cuenta corriente de la región al 2% del PIB frente al 3% registrado en 1999.

La inversión continúa deprimida

Dado el escaso grado de apertura que siguen teniendo las economías latinoamericanas (a excepción de Chile, Ecuador y México), la demanda interna desempeñó un papel preponderante en la reactivación del crecimiento. Sin embargo, las fuentes del crecimiento de la demanda presentaron importantes desequilibrios en el 2000: la inversión sólo aumentó en México y en Colombia (donde inicialmente era muy baja). En los demás

Comercio, exportaciones de petróleo y crecimiento en América Latina en el 2000						
	Balanza por cuenta corriente ¹	Exportaciones netas de petróleo ¹	Contribución al crecimiento ²		Relación de intercambio ³	Grado de apertura ⁴
			Exportaciones netas de petróleo	Exportaciones netas de otros productos básicos		
Argentina	- 9,4	3,6	0,5	0,7	6	22
Brasil	-24,6	-6,0	-0,5	0,6	-7	24
Chile	- 1,0	-1,9	-1,3	1,0	2	61
Colombia	0,1	4,3	1,0	-0,3	16	35
Ecuador	1,4	2,4	6,7	-5,3	14	77
México	-17,7	16,4	1,3	-1,9	3	64
Perú	- 1,6	-0,7	-0,6	0,9	-1	34
Venezuela	13,4	26,4	9,8	2,6	44	47
Total	-39,7	44,5	1,0	-0,1	3	41

¹ En miles de millones de dólares de EE.UU. ² Del PIB nominal, en puntos porcentuales. ³ En el caso del comercio de mercancías, variación porcentual anual. ⁴ Suma de las exportaciones y las importaciones de bienes y servicios en porcentaje del PIB.

Fuentes: Comisión Económica para América Latina y el Caribe; JP Morgan; datos nacionales; estimaciones del BPI.

Cuadro III.7

países de la región, el crecimiento del consumo privado fue superior al del PIB real, acelerando notablemente el ritmo de las importaciones. Por otra parte, la debilidad de la inversión interna se vio acompañada de una disminución de las entradas de inversión extranjera directa, principalmente en el caso de Argentina y Chile. En estas circunstancias, el dinamismo del consumo y de las importaciones, junto con el reciente enfriamiento de la demanda externa, han suscitado temores sobre la capacidad de la región para mantener un crecimiento sostenido aún en el supuesto de que las condiciones de financiación externa sigan siendo favorables.

Modificación de la combinación de políticas macroeconómicas

Las economías latinoamericanas respondieron a la desaceleración de la actividad y a las turbulencias de los mercados financieros en 1998–99 con una combinación de políticas monetarias y fiscales más restrictivas y, en algunos casos, con regímenes de tipo de cambio más flexibles. Con la mejora del clima externo a principios del 2000, los esfuerzos se concentraron en reducir los déficit fiscales al tiempo que se suavizaban las condiciones de la política monetaria interna. Varios países intentaron, además, mejorar su grado de competitividad mediante reformas estructurales.

Modificación de la combinación de políticas en el 2000

La situación de los mercados financieros internacionales fue en general favorable para América Latina en el 2000. Durante ese año las entradas netas de capital privado a la región se mantuvieron relativamente estables en torno a 40.000 millones de dólares, cubriendo la mayor parte del déficit por cuenta corriente. Sin embargo, las entradas fueron volátiles y se concentraron en Brasil y México. Por otro lado, una elevada proporción de las emisiones de bonos consistió en la sustitución de deuda existente por nuevos títulos con mayores plazos de vencimiento. Los diferenciales de los bonos del Estado a largo plazo aumentaron durante el año, reflejando los riesgos específicos de cada país.

Situación favorable de los mercados financieros

Se suaviza
la política
monetaria ...

La menor restricción de liquidez externa permitió a la mayoría de los países de la región relajar su política monetaria en el 2000. En *Brasil*, el banco central redujo el tipo de interés de referencia desde un 19% a finales de 1999, al 16,5 en julio y al 15,75 en diciembre del 2000. Esta medida provocó una notoria expansión del crédito al sector privado, donde la situación financiera de los hogares mejoró con la recuperación del crecimiento y el significativo aumento del nivel de empleo. A principios de 2001, el banco central bajó su tipo oficial otros 50 puntos básicos, pero entre finales de marzo y mediados de abril aumentó los tipos de interés en 100 puntos básicos al debilitarse el real y aparecer presiones por el lado de la demanda. Los tipos de interés disminuyeron asimismo en *Colombia* y, en el segundo semestre del 2000, en *Chile*, mientras que en *Perú* las autoridades decidieron reducir el coeficiente de reservas. *México*, en cambio, se vio en la necesidad de endurecer su política monetaria durante el año para impedir que se recalentara la demanda interna.

... y mejoran los
resultados fiscales

Los resultados fiscales mejoraron en la mayoría de los países latinoamericanos en el 2000, con la importante excepción de Argentina. Los ingresos fueron mayores debido a la recuperación cíclica y, en los países exportadores de petróleo, a la abundancia de ingresos generados por el petróleo. Muchos países también se beneficiaron de la reducción de los costos de los servicios de la deuda; por ejemplo en el caso de Brasil esta reducción ascendió al 5% del PIB. En promedio, los déficit presupuestarios disminuyeron desde alrededor de un 4% del PIB en 1999 a un 2,8%; las mayores mejoras se registraron en Brasil y Chile.

Se aprueban leyes
de responsabilidad
fiscal ...

A pesar de la mejora de los resultados fiscales registrada el año pasado, en muchos países persistió la preocupación por el equilibrio fiscal de largo plazo. Para hacer frente a esta preocupación, *Brasil* aprobó una ley de responsabilidad fiscal que obliga al conjunto de las administraciones a mantener equilibrados los gastos e ingresos corrientes, limitar el gasto en personal y mantener la relación entre deuda e ingresos corrientes dentro de límites preestablecidos. En *Argentina* y *Perú* se aprobaron leyes para ajustar los incrementos del gasto al crecimiento económico, al tiempo que se establecían fondos de estabilización fiscal. Imponiendo tales restricciones, estas leyes tienen como objetivo aumentar la credibilidad fiscal de la misma forma que se espera que la adopción de un criterio de independencia de los bancos centrales y un sistema de objetivos de inflación (o la vinculación rígida de la moneda a otra) aumente la credibilidad en el terreno monetario.

... pero su
aplicación debe
ser firme

En Brasil la legislación fiscal estuvo apoyada por políticas coherentes y sólidos resultados macroeconómicos, lo que causó una impresión favorable a los inversionistas. Sin embargo, en Argentina, la aplicación de la ley sobre solvencia fiscal se pospuso hasta el 2005, restando credibilidad a la disciplina fiscal (véase más adelante). En Chile, la adopción de medidas fiscales discrecionales en el segundo semestre del 2000 tampoco impresionó favorablemente a los inversionistas.

Es necesario
llevar a cabo una
reforma fiscal en
Argentina ...

La recesión de Argentina

La ausencia de recuperación en Argentina ha sido la principal excepción a los favorables resultados macroeconómicos de la región. Si bien este país ha

sufrido en los últimos años una serie de perturbaciones de origen externo, la inestabilidad política interna ha contribuido indudablemente a postergar las decisiones de inversión y a mermar la confianza de los consumidores. En particular, su excesivo nivel de gasto público ha ejercido constantes presiones al alza sobre los tipos de interés, lo cual no sólo ha elevado los costos del servicio de la deuda sino que también ha afectado los ingresos tributarios. Por otra parte, la revisión de los objetivos fiscales de corto plazo ha retrasado el cumplimiento de las disposiciones sobre equilibrio presupuestario contenidas en la ley sobre solvencia fiscal, que resulta esencial para reducir la carga impositiva y restablecer la competitividad de las industrias locales en el contexto de un sistema de caja de conversión.

Al no existir el compromiso político necesario, especialmente en las provincias, para abordar con resolución el problema fiscal, el acuerdo firmado con el FMI en diciembre del 2000 no logró suscitar la confianza de los mercados. En marzo del 2001, los diferenciales de los bonos se ampliaron de nuevo y los tipos de interés internos aumentaron vertiginosamente, en respuesta al mayor riesgo crediticio percibido por los mercados. En abril de este año, los requisitos de liquidez exigidos a los bancos fueron modificados, reduciendo así las presiones inmediatas a que estaba sometido el gobierno de tomar créditos en divisas. De cualquier forma, a largo plazo, la percepción del riesgo crediticio depende de un marco de política más general, que abarca la disciplina fiscal, las perspectivas de crecimiento real y la existencia de un sistema bancario sólido.

... pero falta apoyo político

Privatización y reestructuración del sector bancario

Se han realizado notables avances en la privatización de activos de propiedad estatal, estimándose que en la región se generaron ingresos por valor de unos 15.000 millones de dólares por ese concepto en el 2000. La mayor parte de estos ingresos correspondieron a Brasil, al mismo tiempo que las empresas y bancos españoles fueron los que desplegaron más actividad en la compra de activos latinoamericanos. También se ha puesto mayor empeño en la liberalización y el fomento de la competencia en los sectores de la energía, servicios públicos, telecomunicaciones y servicios de transporte, sin olvidar la utilización de concesiones al sector privado para satisfacer las necesidades de infraestructura. Aunque se espera que el ritmo de privatización disminuya con el paso de los años, el volumen de activos de que dispone el sector público para su venta continúa siendo considerable.

Avances en la privatización

Un antiguo impedimento a la inversión privada en América Latina ha sido la ineficiente intermediación financiera. Para resolver el problema, Argentina y Perú han fomentado las fusiones en el sector bancario, mientras que Brasil y México han lanzado programas de privatización de entidades financieras. La región se ha abierto además a bancos extranjeros, que han aumentado su participación relativa en los sistemas bancarios latinoamericanos, pasando de alrededor de un 10% al 40% del total de activos entre mediados de los años noventa y el 2000. Aportando capital, conocimientos y tecnología, los bancos extranjeros han aumentado la solidez y estabilidad del sistema bancario de la región.

Ha aumentado el papel de los bancos extranjeros ...

... pero los préstamos bancarios continúan disminuyendo en términos reales

A pesar del aumento de la presencia de bancos extranjeros y la relajación de la política monetaria, en términos reales el volumen de crédito bancario otorgado en el 2000 se contrajo, salvo en Brasil, Chile y Venezuela. Una explicación de este fenómeno es la aparente renuencia de los bancos extranjeros a prestar a empresas públicas, así como a las pequeñas y medianas empresas por considerarse que entrañan un nivel elevado de riesgo y que carecen de garantías suficientes. Por otra parte, tras las privatizaciones se cerraron muchas sucursales cuyo personal conocía bien a su clientela. Es posible que los bancos nacionales ante la necesidad de reestructurar sus operaciones en un clima de creciente competencia, se hayan mostrado también más conservadores a la hora de conceder préstamos. Por ejemplo, en *México* los créditos bancarios al sector privado han disminuido en un 50% del PIB desde 1994, aun cuando se han gastado unos 76.000 millones de dólares de fondos públicos en su saneamiento. Por el contrario, los créditos no bancarios y de proveedores aumentaron extraordinariamente en ese país, por lo que el producto, las exportaciones y las compras de bienes duraderos por parte de los hogares no resultaron afectados. Igualmente vulnerables se han mostrado los pequeños y medianos bancos de la región, cuyo número asciende a alrededor de trescientos en Argentina, Brasil y México. Algunos bancos de este tipo quebraron en Perú el año pasado y, debido a la situación de creciente competencia, se prevé que muchos otros desaparecerán en los próximos años a menos que sean capaces de reorientar su estrategia hacia nuevos nichos de mercado.

África

Mejora del crecimiento en el 2000

Favorecida por el mayor ingreso real de los países exportadores de petróleo y por cierta recuperación en los precios de otros productos básicos, la actividad económica de África experimentó una mejoría. Sin embargo, el crecimiento medio —del 3%— continuó siendo inferior al de otras regiones. Una vez más, su escaso grado de integración en la economía mundial y la escasa diversificación de sus exportaciones, le impidieron recoger los beneficios del aumento del comercio mundial. Aunque el alza en los precios del petróleo aumentó la actividad económica en el norte y el oeste del continente, la mayoría de los países subsaharianos sufrieron un deterioro en sus relaciones de intercambio además de mayores déficit por cuenta corriente. No obstante, los que tenían un entorno político estable y mejor infraestructura, como Botswana y Tanzania, consiguieron mayor crecimiento. A su vez, en los países afectados por guerras civiles (República Democrática del Congo y Zimbabwe) o por adversas condiciones meteorológicas (Kenya) el crecimiento se vio negativamente afectado.

Aumento de la inflación y de los desequilibrios externos

Las presiones inflacionarias aumentaron en varios países, impulsadas por el alza en el precio del petróleo y por la insostenible expansión fiscal. Por ejemplo, en Ghana y Zimbabwe tras empeorar bruscamente sus déficit fiscales, las tasas anuales de inflación se aceleraron durante el año pasado hasta alcanzar un 25% y más de un 50%, respectivamente. Por el contrario, en la zona del franco (CFA) la inflación fue de aproximadamente un 2%, y en

algunas regiones se registró incluso una deflación de los precios. En muchos países, el aumento de los desequilibrios fiscales parece haber influido en las frágiles cuentas externas, incrementando notoriamente las necesidades de financiación externa.

Durante el año pasado *Sudáfrica* experimentó una recuperación del crecimiento que se vio acompañada de una mejora de la productividad y de un fortalecimiento de la posición fiscal. El mejor comportamiento de la economía se vio reflejado en los bajos niveles de déficit por cuenta corriente, en una reversión de los flujos de salida de capital y, tras una vertiginosa caída del valor del rand, en el retorno de la estabilidad al mercado cambiario. Sin embargo, la continua disminución de la tasa de ocupación en el sector formal continúa siendo un motivo de seria preocupación. En efecto, la economía sigue teniendo que afrontar el desafío de reducir los salarios reales para alentar la contratación de mano de obra y elevar el nivel de inversión. Éste es el único fundamento sólido para mejorar de forma duradera el nivel de vida.

El crecimiento se recuperó en Sudáfrica pero el desempleo continúa siendo alto

De cara al futuro, el desafío más importante a que se enfrenta la práctica totalidad de las economías africanas es la necesidad de aumentar las bajas tasas de ahorro e inversión. El principal obstáculo sigue siendo la mala gestión. Es mucho lo que hay que hacer para poner en práctica políticas macroeconómicas sólidas y restablecer la confianza en la normativa legal. Igualmente resulta esencial crear una infraestructura financiera que ayude a mejorar esta confianza y a canalizar el ahorro interno y externo hacia los sectores apropiados. A pesar de los intentos de liberalizar el sistema financiero, persiste el control público sobre el sistema bancario y el marco reglamentario y legislativo continúa siendo insuficiente. En las perspectivas de inversión, también ha influido el aumento de la incertidumbre política, que incide negativamente, como es de esperar, en la credibilidad de las políticas fiscales y monetarias. A consecuencia de todo ello, las entradas netas de capital en África representan una pequeña proporción de las entradas totales a las economías emergentes. De hecho, muchos países africanos han experimentado salidas netas de capital en los últimos años. Tampoco ha resultado de gran ayuda el que las perspectivas de diversificación de las exportaciones se hayan visto afectadas por el insuficiente acceso a los mercados de las economías más avanzadas. En este contexto, la Unión Europea comenzó a eliminar en el 2000 las restricciones a las que estaban sometidas las exportaciones agrícolas provenientes de África y ha instado a otros países a seguir su ejemplo.

El aumento de la inversión es la clave para promover el crecimiento

Oriente Medio

En Oriente Medio, el crecimiento medio del PIB, estimulado por el alza de la producción y de los precios del petróleo, ascendió el año pasado a casi un 5%, la tasa más alta de casi una década. En los principales países exportadores de petróleo el superávit de la balanza de pagos representó, en promedio, el 15% del PIB. Sin embargo, dado que el aumento de los ingresos se destinó principalmente a pagar la deuda o a reforzar los saldos

Los ingresos generados por el petróleo estimulan la producción de los países exportadores de petróleo

presupuestarios, la inflación mantuvo un tono moderado, salvo en *Irán* y *Yemen*. Con el fin de reducir su vulnerabilidad a los volátiles precios del petróleo, los principales países exportadores, encabezados por *Arabia Saudita*, han seguido adelante con sus reformas para reforzar los sectores no productores de petróleo e intentar, al mismo tiempo, estabilizar los precios del crudo ajustando su oferta a la demanda esperada.

Crecimiento ligeramente inferior en casi todos los demás países

En los países menos dependientes del nivel de exportaciones de petróleo, el crecimiento experimentó una moderada desaceleración en comparación con 1999. Por ejemplo, a principios del año pasado, en *Egipto* la crisis de liquidez del sector bancario y la consiguiente disminución del ritmo de crecimiento del crédito afectaron negativamente el producto. Por otra parte, tras la introducción de importantes reformas estructurales a mediados de la década de los noventa, parece que el proceso de transformación se ha detenido en los últimos años. En *Jordania* y *Siria*, las cifras de crecimiento experimentaron cierta mejoría en el 2000 y las tasas de inflación se mantuvieron bajas. No obstante, al igual que en Egipto, parece haber disminuido el progreso de las reformas comerciales y en materia de inversión extranjera. En *Israel*, el crecimiento medio aumentó a un 6% el año pasado. Sin embargo, debido a su dependencia de las exportaciones de productos de alta tecnología, fue uno de los primeros países que acusó los efectos del cambio de tendencia del ciclo mundial experimentado por el sector electrónico. Por otra parte, dado que la inflación es muy inferior al objetivo del banco central y que el déficit presupuestario de las administraciones públicas se ha reducido a menos del 1% del PIB, las autoridades cuentan con un margen de acción más amplio.

Europa Central y Oriental

Evolución del crecimiento y del sector externo

Crecimiento positivo en todas las economías en transición

Por primera vez desde 1988, el PIB real aumentó en el 2000 en todas las economías europeas en transición y en las antiguas repúblicas soviéticas. El crecimiento medio fue de casi un 6% y las tasas de crecimiento de la región tendieron a converger. La tasa más alta de expansión correspondió a las economías exportadoras de petróleo y de gas (incluida Rusia), mientras que el ritmo de crecimiento de algunas de las antiguas repúblicas soviéticas fue menor debido a sus escasos recursos y al hecho de tener orientada su producción al mercado interno. El crecimiento del consumo continuó siendo inferior, en general, al del PIB, mientras que la inversión se fortaleció notablemente en Hungría, República Checa, Rusia y Ucrania.

Crecimiento impulsado por las exportaciones y el petróleo

En el 2000, el crecimiento se debió en su mayor parte a factores externos, apoyados por la fuerte expansión de la Unión Europea y los elevados precios del petróleo. La cuenta corriente mejoró visiblemente: Rusia registró un elevado superávit y la mayor parte de las otras economías en transición experimentó moderados déficit. Además de afrontar el pago de mayores importaciones, las economías en transición utilizaron sus ingresos de exportación para acumular reservas y reducir su deuda externa.

En *Rusia*, el tipo de cambio real subió bruscamente, pero continuó siendo inferior en un 30% al nivel previo a la crisis, estimulando el crecimiento tanto en los sectores orientados a las exportaciones, como en los sustitutivos de las importaciones. El aumento de la rentabilidad de estos sectores estimuló a su vez la inversión, ya que los beneficios no distribuidos continuaron siendo la principal fuente de financiación, dado el escaso grado de desarrollo de los mercados financieros de Rusia. El aspecto negativo de la expansión económica fue una nueva postergación de la aplicación de reformas estructurales, en particular las destinadas a mejorar el sistema tributario y la administración pública. Por otra parte, el debilitamiento del crecimiento industrial y el aumento de la tasa de inflación en el primer trimestre del 2000 indicaron que los efectos positivos del alza de los precios de la energía y de la devaluación del rublo habían comenzado a desaparecer. En efecto, las perspectivas de la economía rusa siguen dependiendo extraordinariamente de la futura evolución de los precios de la energía y de su competitividad externa.

Fuerte recuperación de Rusia debida a factores transitorios

Inflación, políticas macroeconómicas y desempleo

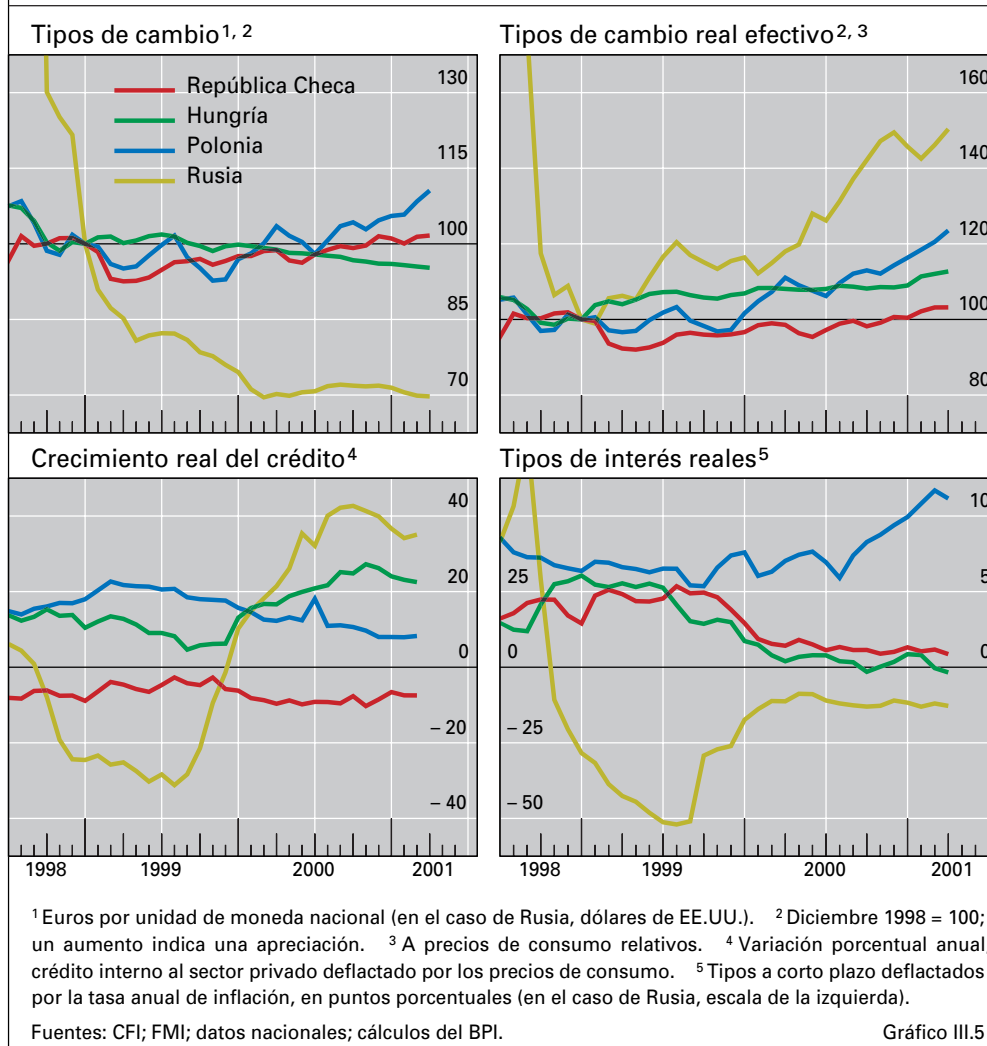
El nivel de inflación se aceleró en toda la región, salvo en Rusia, debido principalmente a la trayectoria de los precios del petróleo y del gas. Otros factores que elevaron los costos y, por consiguiente la inflación, fueron los ajustes tanto de los tipos impositivos del IVA y de los impuestos sobre el consumo específico, como de los precios administrados. Dado que las empresas de servicios públicos continuaron estando mayoritariamente en manos del Estado, se consideró necesario un aumento de los precios administrados para reducir el déficit del sector público y mejorar la eficiencia en la asignación de recursos, a pesar de su influencia perjudicial a corto plazo sobre la inflación. En Rusia, por el contrario, la subida de los precios mundiales de la energía permitió a las autoridades posponer el ajuste de los precios administrados para principios del 2001, lo que significó la concesión de un subsidio implícito a los consumidores de energía, especialmente los pertenecientes al sector industrial.

La inflación se acelera

Considerando el dinamismo de la actividad económica, las políticas macroeconómicas de la región comenzaron a centrar su atención en las posibles señales de recalentamiento. A principios de año, Polonia y República Checa atrajeron considerables entradas de capital, lo que ejerció presiones de apreciación de sus tipos de cambio nominales y fue uno de los factores que intervinieron en la liberalización del zloty en abril del 2000 (gráfico III.5). Al dispararse el valor de las importaciones de petróleo y aumentar la demanda interna, los déficits comerciales aumentaron o se mantuvieron altos. En respuesta, el banco central de *Polonia* incrementó los tipos de interés en 250 puntos básicos entre enero y agosto del 2000. Por otra parte, se mostró reacio a reducirlos posteriormente, considerando, entre otras cosas, la preocupación por su propia credibilidad al no haber alcanzado sus objetivos de inflación durante dos años consecutivos. El banco central temía además una expansión fiscal excesiva, por lo que sólo se decidió reducir los tipos de interés tras el anuncio de un presupuesto relativamente austero para el 2001.

Interacción de los tipos de interés y los tipos de cambio

Evolución de los mercados financieros de Europa Central y Rusia



Las autoridades de *República Checa*, por el contrario, no modificaron los tipos de interés nominales, debido a que la apreciación de la corona redujo la amenaza de inflación y a que la economía aún estaba recuperándose de la prolongada recesión experimentada en 1997-99. El banco central de *Hungría* subió en octubre los tipos de interés a un día en respuesta a las señales de aumento de la inflación, e hizo constar que habría preferido dejar que el forint se apreciara ampliando la banda del tipo de cambio, dada la fuerte posición competitiva de la industria manufacturera, pero el gobierno estimaba que la ampliación de la banda del forint podría ser prematura y debilitar el crecimiento de las exportaciones.

En Rusia, la abundancia de ingresos generados por el petróleo y las presiones al alza sobre el rublo llevaron al banco central a comprar, en el 2000, 16.000 millones de dólares en reservas, lo que provocó una expansión de la base monetaria del 60%. La reactivación de la demanda de dinero fue el factor que absorbió las posibles consecuencias inflacionarias de esta expansión. Sin embargo, sus repercusiones para la estabilidad bancaria podrían haber sido graves, ya que los tipos de interés reales seguían siendo negativos y el sector bancario carecía de la experiencia necesaria para

La demanda de dinero aumenta en Rusia

conceder el correspondiente volumen de préstamos con arreglo a criterios de prudencia.

Las políticas fiscales fueron en su mayor parte acomodaticias: los estados bálticos redujeron sustancialmente los déficit fiscales, mientras que Hungría lo mantuvo más o menos en el mismo nivel que en 1999. El déficit de República Checa aumentó hasta alcanzar el 5% del PIB debido al costo de rescate del tercer banco comercial del país. Rusia registró un elevado superávit presupuestario en el 2000 a pesar de gastar una gran parte de las ganancias generadas por el petróleo en pagar los salarios atrasados e incrementar los salarios mínimos y las pensiones.

Aumento de los ingresos fiscales pero también del gasto

La fuerte expansión económica apenas alivió la situación del mercado laboral de las economías en transición. República Checa y Hungría consiguieron mantener la tasa de desempleo por debajo de un 10% en el 2000, mientras que en otras economías en transición ésta se situó entre el 15 y el 25%. El crecimiento medio de la productividad del trabajo en el sector industrial fue cercano al 15% en el 2000 pero, excepto en Hungría, este resultado se consiguió principalmente a costa de reducir el nivel de empleo. En Rusia, sin embargo, el mercado laboral mejoró significativamente y la tasa de desempleo descendió 2 puntos porcentuales situándose en un 10%. Aunque los ingresos reales crecieron un 10%, los salarios reales continuaron siendo inferiores a los niveles previos a la crisis.

El crecimiento del empleo sigue siendo débil

El ritmo relativamente satisfactorio de creación de empleo en Hungría indica que, además de mantenerse la estabilidad macroeconómica y de atraer inversión extranjera, los factores esenciales para el éxito de las reformas del mercado de trabajo son su desregulación y una reducción de las contribuciones al trabajo. En particular, dado que el empleo del sector formal está muy protegido y que los trabajadores del sector informal a menudo no pagan impuestos, las contribuciones por empleos en el sector formal a la seguridad social, representaban en muchas ocasiones entre el 15 y el 20% del PIB, mientras que en los países de Europa Occidental esta cifra es del 9%. Esta desproporcionada carga impositiva, unida a la rigidez de las leyes tributarias, aumenta significativamente tanto el costo como el riesgo de contratar nuevos trabajadores en el sector formal. Por otra parte, debido a las presiones del desempleo sobre el presupuesto del Estado, fue necesario adoptar una política monetaria relativamente restrictiva, lo que redujo aún más el margen para adoptar medidas orientadas al crecimiento.

La reforma del mercado de trabajo exige una liberalización y una reforma tributaria

Crisis en Turquía

Tras la adopción de un programa antiinflacionario a finales de 1999, el crecimiento real en Turquía se aceleró y retornó la confianza en los mercados financieros. Se estima que el producto aumentó un 6% en el 2000 tras disminuir un 5% el año anterior. A finales de octubre, la inflación había descendido de una media anual del 65% en 1999 a un 44% y los tipos de interés a un día habían bajado a un 26%. El principal objetivo del programa era reducir la inflación a un valor de un único dígito en 2003 mediante

La reducción de la inflación depende de las reformas estructurales

reformas estructurales que recortaran el gasto público y un sistema de tipo de cambio fijo con pautas de ajuste. Dado que a fines de 1999, el pago de intereses de la deuda pública equivalía a alrededor de un 14% del PIB, el programa era muy sensible a cambios en el grado de confianza y a cualquier desviación respecto del ritmo preestablecido de las reformas estructurales.

La crisis de noviembre se resolvió rápidamente ...

Lamentablemente, la fuerte alza de los precios del petróleo, la vulnerabilidad de los bancos locales en un clima de disminución de la inflación y de los tipos de interés, unidos al retraso en la privatización de los activos estatales clave deterioraron gradualmente el marco de aplicación del programa. Por otra parte, la inflación no disminuyó a la velocidad requerida para impedir una pérdida de competitividad externa, con lo que el déficit por cuenta corriente aumentó hasta casi el 5% del PIB en el 2000. En consecuencia, los tipos de interés de mercado subieron bruscamente a fines de noviembre del 2000 y la liquidez se agotó en el mercado interbancario, provocando la quiebra de un banco de mediano tamaño. La crisis posterior se resolvió por medio de un programa de ayuda del FMI de 10.000 millones de dólares que preveía la reanudación de las reformas estructurales.

... pero no se resolvieron las vulnerabilidades subyacentes

A principios del 2001, los conflictos políticos llevaron de nuevo a los inversionistas nacionales y extranjeros a cuestionarse si el gobierno gozaba del suficiente respaldo público como para llevar a cabo las medidas necesarias para reestructurar el frágil sector bancario y reducir al mismo tiempo la inflación. Esta pérdida de confianza de los inversionistas provocó importantes salidas de capital y una vertiginosa subida de los tipos de interés, lo que obligó a las autoridades a abandonar el sistema de tipo de cambio fijo con pautas de ajuste a finales de febrero. Al dejar fluctuar libremente la lira, el banco central estaba en condiciones de inyectar mayor liquidez y el tipo de cambio, junto con los precios de las acciones y los bonos, se estabilizó a finales de marzo en un nivel inferior entre un 30 y un 40% al vigente antes de la crisis.

Elevados costos de la crisis en febrero

Los costos de la crisis así como su repercusión en el sector público fueron considerables. Aunque se espera que la devaluación de la lira beneficie a las exportaciones de bienes y de servicios turísticos, la producción podría disminuir en el 2001. A corto plazo, parece que la inflación también experimentará un fuerte repunte debido a que, históricamente, las repercusiones de las fluctuaciones del tipo de cambio han sido importantes en Turquía. Por otra parte, dado que el volumen de deuda externa de corto plazo representaba, según las estimaciones, un 14% del PIB a finales del 2000, la carga de los intereses de esta deuda denominada en moneda nacional ha aumentado en un tercio desde la depreciación de febrero del 2001. Por último, se estima que los bancos comerciales cuyo control ha asumido el gobierno en los últimos dos años tienen alrededor de 12.000 millones de dólares de cartera vencida. En consecuencia, resulta fundamental lograr un acuerdo sobre financiamiento de deuda y un programa creíble de reformas bancarias si se quiere conseguir la estabilización macroeconómica en el 2001.

Cambios en el proceso de inflación de las economías emergentes

Un aspecto positivo de los recientes resultados macroeconómicos de las economías emergentes ha sido su éxito en la reducción de la inflación. La elevada tasa de inflación (situada entre el 30 y el 100%) prácticamente ha desaparecido en las principales economías y pocos países se encuentran incluso en un intervalo de inflación moderada (15–30%). De hecho, muchos han alcanzado o están aproximándose con paso firme a tasas de inflación comparables a las registradas por los países industrializados.

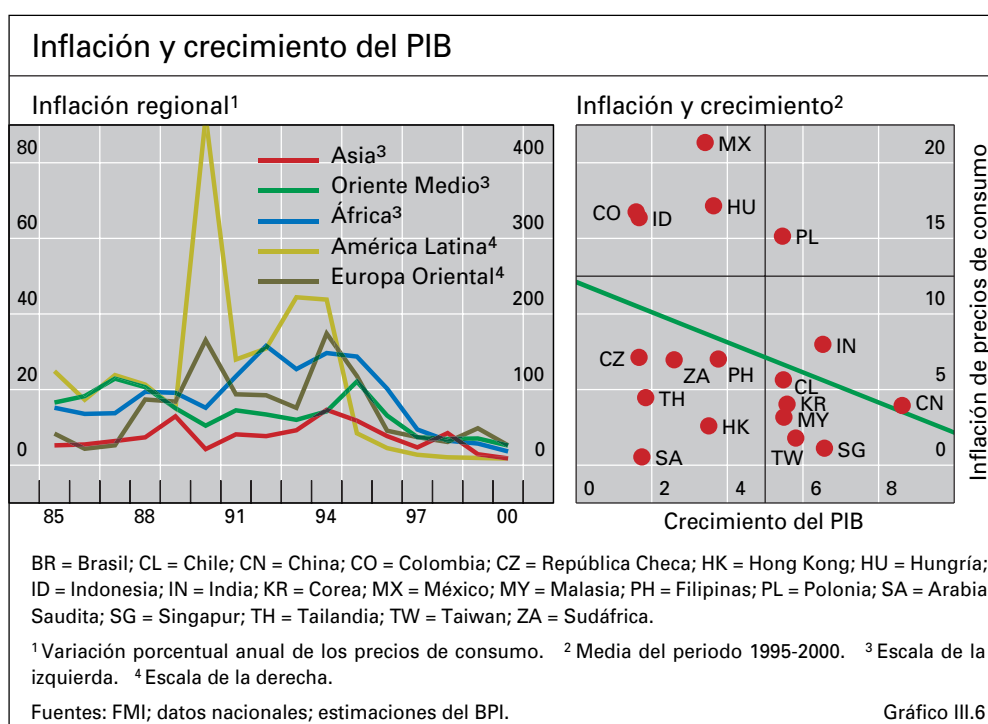
Durante la década de los noventa, muchos países llevaron a cabo reformas estructurales e institucionales de gran alcance, a menudo tras las crisis financieras. El cambio más notable ha sido la significativa modificación de los regímenes de política monetaria y cambiaria. Por otra parte, la pronunciada disminución de los déficit presupuestarios, la liberalización de los precios, las reformas del mercado y el creciente ritmo de integración a la economía mundial, han influido notablemente en la inflación (véase el capítulo II para las similitudes con los países industrializados). No obstante, la dirección de la política monetaria en un clima de baja inflación también ha planteado desafíos: la inflación no sólo tiene que disminuir, sino también estabilizarse en niveles reducidos. En la medida en que el logro de una baja inflación ha reforzado la credibilidad de los bancos centrales, la tarea de éstos se verá facilitada.

Notoria disminución de la inflación en la segunda mitad de la década de los noventa

Principales características de la reciente desinflación

Vale la pena señalar algunas características del proceso de desinflación. En primer lugar, la reciente disminución de la inflación ha sido más generalizada que en episodios esporádicos anteriores (gráfico III.6, panel de la izquierda) y ha formado parte del fenómeno mundial mencionado en el capítulo II. En

Un fenómeno general pero con diferentes costos



segundo lugar, normalmente ha ido acompañada por una política monetaria más centrada en la estabilidad de precios, así como de la adopción por muchos países de un sistema de objetivos de inflación. En tercer lugar, los efectos de la desinflación en el producto han variado considerablemente de unos países a otros y parecen estar relacionados de forma negativa con el nivel inicial de inflación. No obstante, la relación entre crecimiento e inflación durante la segunda mitad de la década de los noventa (gráfico III.6, panel de la derecha) sugiere que la reducción de la inflación acabará generando un aumento permanente del producto que compensará con creces los costos transitorios del proceso antiinflacionario. Esto se demuestra de forma palpable, sobre todo, en las economías asiáticas, que han sido capaces de conciliar una baja inflación con un elevado crecimiento durante la mayor parte de la última década.

Diferente ritmo de desinflación

El ritmo de desinflación ha variado significativamente entre regiones y países. En las economías asiáticas, en las que la inflación ha sido históricamente baja, el descenso continuó durante la segunda mitad de la década de los noventa, hasta situarse entre un 2 y un 5% y en algunas economías alcanzó incluso niveles negativos. La contracción del producto desempeñó un importante papel en esta evolución y compensó sobradamente los efectos del aumento de los déficit presupuestarios y de la depreciación del tipo de cambio. Los países latinoamericanos han experimentado una tasa de desinflación especialmente rápida en los últimos años: la tasa representativa de inflación descendió de niveles moderados o altos a alcanzar niveles inferiores al 5% en algunos países. En Argentina, los precios también han descendido en los dos últimos años. La transición a niveles reducidos de inflación en América Latina estuvo precedida de importantes cambios en la política macroeconómica como, por ejemplo, la adopción de tipos de cambio fijos, la supresión de la indexación de salarios y precios a la inflación pasada y una acusada reducción de los déficit presupuestarios. En fecha más reciente, algunos países han abandonado el sistema tradicional de tipos de cambio fijo con o sin pauta de ajuste y han adoptado una estrategia contra la inflación más fundamentada, como la de fijar un objetivo de inflación.

Variaciones de los precios relativos en las economías en transición

La situación fue distinta en las economías de Europa Central y Oriental durante gran parte de la década de los noventa, ya que la liberalización general de los precios, llevada a cabo tras la transición a una economía de mercado, afectó los niveles de inflación. Aunque los precios relativos están todavía en fase de ajuste, muchos países han conseguido alcanzar cifras inferiores al intervalo de inflación moderada, estabilizando los salarios y endureciendo la política fiscal y monetaria. En las mayores economías de Europa Central, la necesidad de cumplir las condiciones impuestas para poder integrarse a la Unión Europea ha impulsado también la reducción de la inflación. En el otro extremo de la política monetaria, algunas de las economías en transición recién independizadas han adoptado cajas de conversión para lograr una baja inflación. En África, la inflación también ha descendido en términos generales; por ejemplo en Sudáfrica, se ha reducido a sólo la mitad del nivel en que se encontraba a principios de los noventa.

Causas de la reducción de la inflación

¿Qué factores explican la desinflación de las economías emergentes? La debilidad de la demanda ha tendido a reducir la inflación, debido a que en muchos países durante la segunda mitad de la década de los noventa (especialmente tras la crisis asiática de 1997–98), el producto efectivo fue inferior al potencial. Dado que las empresas suelen verse obligadas a reducir sus márgenes durante las recesiones cíclicas, la inflación podría crecer a medida que aumenta la demanda.

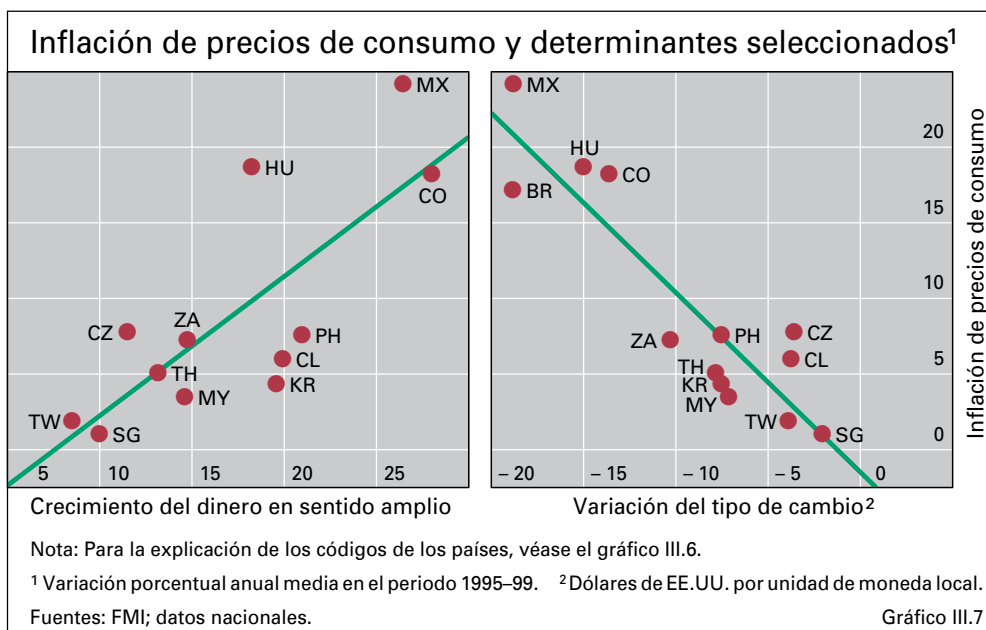
Entre otras causas próximas cabe citar la relación entre inflación y tasa de crecimiento monetario. Los países de inflación reducida generalmente experimentaron una baja tasa de crecimiento monetario (gráfico III.7). No obstante, las tasas anuales de crecimiento monetario mostraron una gran volatilidad, lo que sugiere que su relación con la disminución reciente de la inflación es sólo marginal. Por ejemplo, en muchas economías asiáticas, el crecimiento de los agregados monetarios amplios no se ha desacelerado en los últimos años, y sin embargo la inflación ha disminuido. Una de las razones de este fenómeno podría ser que, tras el desarrollo de los mercados financieros en Asia, la demanda de dinero ha aumentado y quizá haya elevado el nivel mínimo de crecimiento monetario no inflacionario.

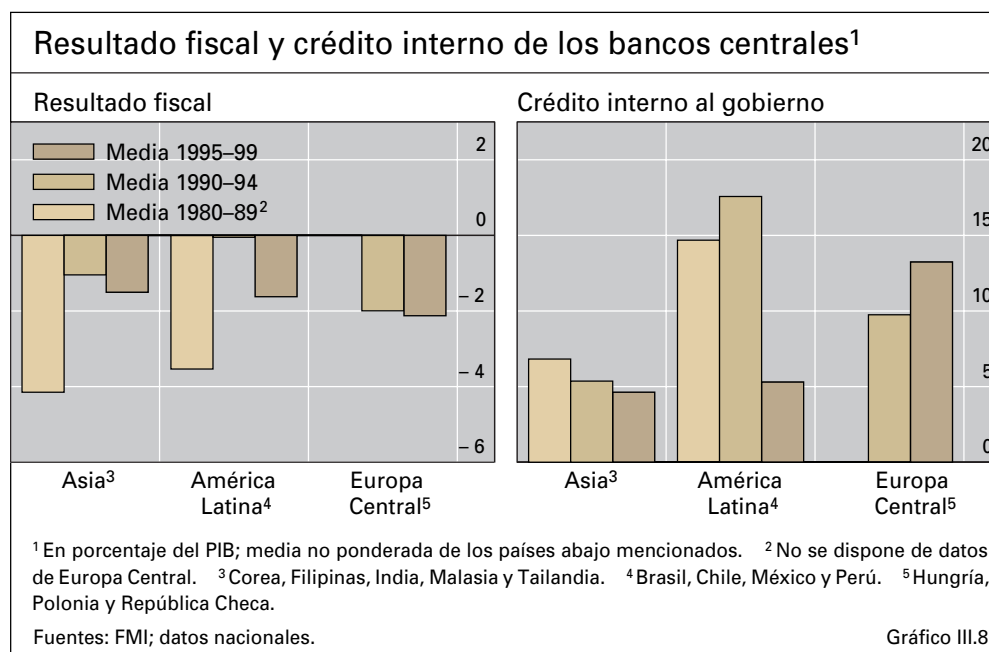
Lo que sí parece haberse demostrado es que la desinflación generalmente ha ido precedida de ajustes fiscales seguidos de reformas tributarias y del gasto de gran profundidad, a veces con la inclusión de un plan de estabilidad fiscal a medio plazo. Los saldos fiscales se fortalecieron especialmente en América Latina (gráfico III.8), donde en otras épocas, la elevada inflación de carácter crónico estaba relacionada en muchas ocasiones con la monetización de grandes déficit fiscales. El desarrollo de los mercados financieros de todas las regiones también ha tendido a independizar los movimientos monetarios de los problemas fiscales transitorios, permitiendo que las necesidades de financiación de los gobiernos se desplacen al mercado. Es posible que el bajo déficit presupuestario, en la medida en que

Las brechas del producto negativas han mantenido baja la inflación

El crecimiento monetario también ha disminuido

La política fiscal es una importante fuerza motriz





ha sido fruto de reformas del sistema impositivo y de la estructura de gasto, además de reducir el sesgo inflacionario de la política fiscal, también haya contribuido a generar efectos positivos por el lado de la oferta.

Los tipos de cambio han ejercido históricamente una notable influencia en el proceso de inflación en las economías de mercado emergentes, especialmente en aquéllas (como las latinoamericanas) con un largo historial de elevada inflación y volátiles movimientos de capitales. El grado en que las variaciones del tipo de cambio se reflejan en los precios internos depende no sólo de las condiciones competitivas a las que se enfrentan las empresas y del momento del ciclo económico, sino también de que esos cambios se consideren transitorios o permanentes. Muchos países han adoptado en el pasado tipos de cambio fijos como anclas nominales para conseguir reducir la inflación. Así, la fijación del tipo de cambio ha influido tradicionalmente en la reducción de niveles elevados de inflación (aunque sólo fuera temporal) en muchas economías de América Latina y de Europa Central. El tipo de cambio fijo también ayudó a conseguir una inflación baja y estable en las economías del este asiático antes de la crisis de 1997–98.

La utilización de tipos de cambio fijo como ancla para conseguir disminuir la inflación tenía un inconveniente. En muchos casos —el más reciente Turquía— este sistema provocó una disminución de la competitividad externa y un aumento del déficit por cuenta corriente que acabó siendo insostenible. Como consecuencia de la vulnerabilidad de los sistemas de tipo de cambio fijo a ataques especulativos, especialmente en presencia de un sistema bancario frágil y de un aumento de los movimientos de capitales, se tendió a adoptar un sistema más flexible o a vincular rígidamente la moneda a otra. La mayoría de los países optaron por la flexibilidad. Los que optaron por vincular rígidamente la moneda a otra (una caja de conversión o la dolarización) reconocían que este sistema les deja escaso margen para desarrollar una política monetaria independiente. En cambio, los que optaron por un sistema de tipo de cambio flexible han conservado el control de la

El papel de los sistemas de tipos de cambio

La adopción de unos tipos de cambio flexibles ...

política monetaria interna. Sin embargo, aunque en principio han permitido que el tipo de cambio sea flexible, en la práctica han tratado de encontrar un equilibrio entre los objetivos de competitividad externa y la limitación de las presiones cambiarias sobre los precios internos, normalmente a través de intervenciones en el mercado de divisas o de la modificación de los tipos oficiales a corto plazo.

La reciente adopción de tipos de cambio flexibles no ha estado acompañada, sin embargo, de un aumento en la inflación, lo cual ha constituido una sorpresa sobre todo en América Latina, ya que históricamente la depreciación influía de forma instantánea en las expectativas de inflación. Una de las razones se encuentra en que la transición recientemente finalizada a un sistema de tipo de cambio flexible en plena crisis, también ha coincidido con un exceso de capacidad y una desinflación mundial, contrarrestando en parte la influencia directa de las variaciones de los tipos de cambio en la inflación de los precios de consumo. Por otra parte, como ya se ha mencionado antes, muchos países han conseguido impedir que sus tipos de cambio se depreciaran significativamente, a pesar de su intención declarada de dejar fluctuar la moneda (véase el capítulo V).

... fue seguida de una contención de la depreciación ...

Además, es posible que una política monetaria y fiscal creíble y orientada hacia la estabilidad, haya contribuido a estabilizar las expectativas en materia de salarios y precios. La mayor prudencia fiscal de América Latina mencionada anteriormente ha tenido una importancia crucial en este sentido. Por último, en la última década muchos países han llevado a cabo reformas estructurales de gran alcance destinadas a mejorar la competitividad interna. Un cambio especialmente importante ha sido la creciente integración de las economías emergentes en la economía mundial. Como consecuencia, ha disminuido la tendencia de las empresas a trasladar los costos de importación a los precios finales en respuesta a la depreciación del tipo de cambio (véase el capítulo II). A medida que aumente el peso relativo de esta nueva economía en los mercados emergentes, es muy probable que estas presiones generales continúen intensificándose.

... y de una disminución de su repercusión

Mantener un bajo nivel de inflación

Lo anterior lleva a plantearse la pregunta de si las bajas tasas de inflación actuales son o no sostenibles en el futuro. En otras palabras, los cambios de política macroeconómica ¿han logrado reducir de manera significativa el riesgo de un rebrote inflacionario?

Un requisito fundamental para mantener una baja inflación es eliminar cualquier posible sesgo inflacionario de la política fiscal. La utilización activa de la política fiscal para apoyar el crecimiento durante la recesión ha de ir acompañada de medidas para reducir los déficits una vez que comienza la recuperación. El aumento de la carga de los intereses de la deuda provocado por el elevado costo de la recapitalización del sector bancario y el correspondiente aumento de los niveles de deuda del sector público podría constituir una amenaza para la credibilidad fiscal, especialmente en algunas de las economías del este asiático que en el pasado mostraron gran solidez en este terreno. Por otra parte, el lento ritmo de privatización de las empresas

Mantener baja la inflación mientras sigue habiendo riesgos fiscales

de propiedad estatal, unido a la resistencia política a la realización de ajustes de gran profundidad en el sistema impositivo y la estructura del gasto, han obstaculizado el progreso de una reforma fiscal a largo plazo. Adicionalmente, la credibilidad de los regímenes fiscales, y por lo tanto, las expectativas de baja inflación, se ven afectados en la medida en que estos factores lleven a preguntarse sobre la viabilidad de la política fiscal a largo plazo.

La credibilidad de la política económica es crucial

Otra cuestión fundamental consiste en determinar hasta qué punto las expectativas de baja inflación han influido en su disminución. El grado de indexación de salarios y precios generalmente decrece cuando desciende la inflación, dado que desaparece la necesidad de protegerse contra ella. En la medida en que también disminuyen las expectativas inflacionarias, el aumento de los salarios nominales refleja con mayor fidelidad los incrementos de la productividad del trabajo, reduciendo así las presiones inflacionarias provocadas por el deseo de mantener el poder adquisitivo. Por otra parte, los productores se muestran más reacios a trasladar los aumentos transitorios de los costos a los precios. Un efecto relacionado con lo anterior es que un clima de inflación baja y estable aumenta la transparencia de las variaciones en los precios relativos, lo que agudiza la respuesta de los consumidores a los cambios de los precios y aumenta la competencia de precios entre las empresas. La fuerza de este efecto depende de hasta qué punto los agentes económicos perciban la disminución de la inflación como un fenómeno permanente.

Los objetivos de inflación pueden tener ventajas a largo plazo ...

Para ayudar a reducir los futuros riesgos inflacionarios, algunos países han adoptado recientemente el mencionado sistema de objetivos o metas de inflación. Esta estrategia ofrece ciertas ventajas potenciales. En primer lugar, el compromiso adquirido por la política monetaria de lograr la estabilidad de precios es especialmente importante en países con historial de excesos fiscales y mala gestión monetaria. Una estrategia de metas de inflación debería ayudar a los bancos centrales a resistir las presiones políticas y animarlos a centrar la atención en un objetivo coherente a lo largo del tiempo. En segundo lugar, la transparencia y la necesidad de rendir cuentas propias de un sistema de objetivos de inflación pueden ser aprovechadas por los bancos centrales para fomentar la comunicación con la opinión pública con el fin de conseguir su apoyo y de aumentar la credibilidad del régimen antiinflacionario. En tercer lugar, una vez que se ha reducido la inflación hasta situarla en un nivel reducido, el sistema de la meta de inflación, basado en la experiencia, constituye un mecanismo mediante el que los bancos centrales pueden reducir las expectativas inflacionarias a largo plazo en la economía. Esto resultaría muy ventajoso, debido a que (especialmente en el caso de América Latina) las reducciones de la inflación logradas hasta ahora no parecen suficientes para limitar, en una cuantía similar, las expectativas inflacionarias reflejadas en los tipos nominales de los bonos.

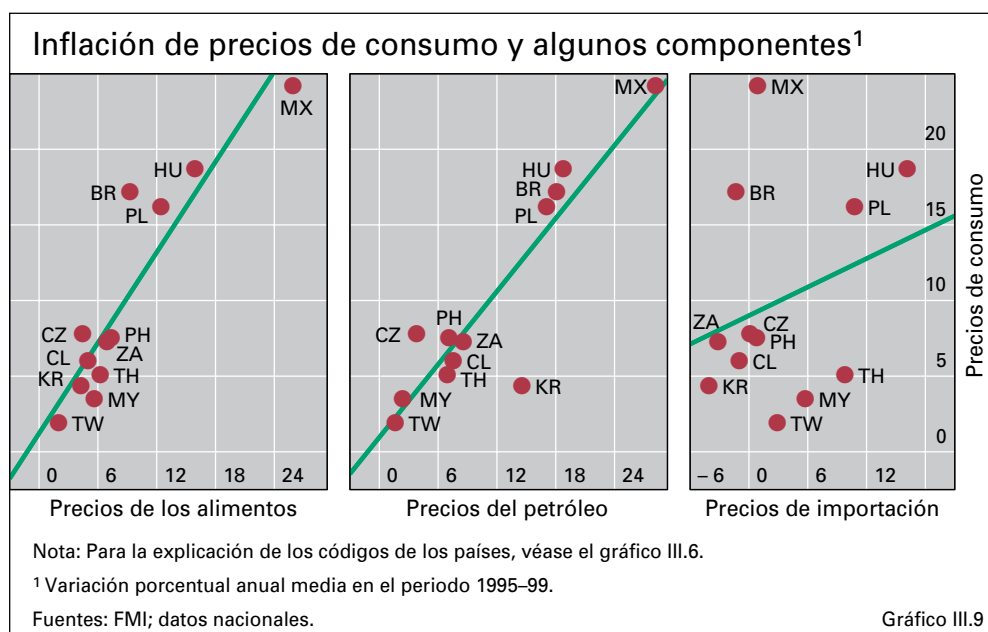
... pero puede continuar habiendo problemas

No obstante, para aprovechar estas ventajas es necesario cumplir varias condiciones. En primer lugar, el sistema financiero debe tener un grado de solidez que le permita ajustarse a las modificaciones de los tipos de interés decididas por el banco central. También el tipo de cambio debe ser lo suficientemente flexible como para absorber perturbaciones externas, pero

sin llegar a un grado de volatilidad que constituya una amenaza para la estabilidad de precios. Las posibilidades de que surjan conflictos entre los objetivos internos y los externos son especialmente elevadas en los países relativamente más expuestos a las perturbaciones externas y que son poseedores de considerables pasivos externos sin cobertura. Por otra parte, la adopción de un sistema de objetivos de inflación, requiere un vasto conocimiento de las variables que impulsan la inflación. El desarrollo de este proceso constituye en sí mismo un desafío, dada la falta de datos, la elevada volatilidad de algunos componentes de la inflación y el conocimiento insuficiente de los mecanismos de transmisión de los cambios de rumbo de la política monetaria.

El grado en que se mantendrá la baja tasa de inflación actual también depende de factores de oferta de corto plazo. La sensibilidad de la inflación a los precios de las importaciones (especialmente a los precios del petróleo) tiende a ser mayor que en las economías industrializadas en razón de la mayor dependencia de las importaciones. Además, los precios de los alimentos se ven en gran medida afectados por las crisis del mercado agrícola y son, por lo tanto, volátiles. En los precios relativos y en la tasa media de inflación pueden influir asimismo las variaciones de los precios administrados. Este factor desempeñó un papel especialmente importante en las economías en transición, donde la liberalización general de los precios llevada a cabo a principios de los años noventa provocó un estallido de la inflación general a corto plazo, aunque en algunos casos las presiones se dejaron sentir a más largo plazo debido al tono acomodaticio de la política monetaria. Sin embargo, los países que han mantenido los precios administrados en un nivel artificialmente bajo se enfrentan a un problema similar de "recuperación" de los precios.

El gráfico III.9 muestra la relación entre las variaciones registradas en diversos países en lo relativo a los precios de los alimentos, petróleo e importaciones y la tasa de inflación de la economía durante la segunda mitad



de la década de los noventa. Como se observa claramente en el gráfico, en algunos casos la expansión de la oferta ha desempeñado un importante papel en la reciente disminución de la inflación. Sin embargo, en la medida en que estos factores de oferta son reversibles, plantean un reto a los bancos centrales a la hora de mantener la estabilidad de los precios en el futuro. Aunque estas circunstancias podrían inducir a pensar que deben excluirse del objetivo de inflación los componentes volátiles de la oferta, esa exclusión trae consigo el riesgo de confundir a la opinión pública respecto al significado real de estabilidad de los precios.

Evitar objetivos de
inflación
excesivamente
ambiciosos

Atendiendo a todas estas dificultades, se ha llegado a la conclusión general de que ni los países industrializados ni las economías de mercado emergentes deben fijarse como objetivo una tasa de inflación determinada en un periodo demasiado breve. Una importante consecuencia de la adopción de un objetivo de inflación demasiado ambicioso o de corto horizonte temporal, es que podría exigir grandes modificaciones de los tipos de interés, sobre todo cuando la economía sufre contracciones de la oferta. Esta disyuntiva entre estabilidad de precios y estabilidad de tipos de interés debe analizarse con cuidado, sobre todo en el caso de las economías emergentes. El hecho de incumplir el objetivo de inflación propuesto puede minar la credibilidad de las autoridades monetarias, pero a su vez las modificaciones de los tipos de interés necesarias para alcanzar este objetivo pueden tener graves repercusiones económicas, sobre todo si el sistema bancario es frágil.

IV. La política monetaria en los países industrializados avanzados

Aspectos más destacados

El periodo examinado estuvo marcado por la incertidumbre y por un notable cambio de orientación de la política monetaria. Los tipos de interés a corto plazo, en general, continuaron subiendo en muchos países durante el primer semestre del año pasado debido al elevado crecimiento y a las crecientes presiones inflacionarias. Sin embargo, a medida que avanzaba el periodo, el ciclo mundial de los tipos de interés cambió de tendencia en respuesta a la creencia de que el ritmo de la actividad estaba empezando a debilitarse rápidamente. A principios del 2001, era cada vez más evidente que la actividad económica había comenzado a desacelerarse de forma significativa en algunos países, lo que llevó a la mayoría de los bancos centrales a bajar los tipos de interés. A pesar del cambio de orientación de los tipos oficiales durante este periodo, los tipos a largo plazo tendieron, por lo general, a bajar en los principales países industrializados y las curvas de rendimiento, a invertir su sentido durante gran parte del mismo. No obstante, a partir de marzo del 2001 las relaciones volvieron en gran medida a la normalidad.

En Estados Unidos fue donde más claramente se manifestó el patrón mundial de transformación de la situación económica y de los mercados financieros. La política monetaria continuó endureciéndose durante el primer semestre del año pasado, pero se dio marcha atrás principios del 2001 cuando aparecieron signos inequívocos de un espectacular cambio de tendencia de la actividad económica. La Reserva Federal bajó en dos ocasiones los tipos de interés de manera imprevista en el ínterin de dos de sus reuniones ordinarias, en parte, para reforzar la situación de los mercados financieros, cuya influencia en la determinación del nivel de demanda posiblemente sea mayor en Estados Unidos que en otros países.

En Japón, se abandonó la política de tipo de interés cero en agosto, por considerar el banco central que la recuperación había adquirido una dinámica propia y que los temores de una posible deflación se habían atenuado. Al aumentar las presiones a la baja sobre el nivel de precios durante el otoño y desacelerarse bruscamente la actividad hacia finales de año, el Banco de Japón suavizó asimismo la política monetaria a principios del 2001. Un hecho especialmente preocupante fue el descenso gradual, pero en conjunto significativo, de los precios de las acciones. Se temía que este descenso pudiera afectar en alguna medida a la estabilidad del sistema financiero, puesto que nada indicaba taxativamente que su proceso de reestructuración hubiera comenzado con auténtica determinación.

Por lo que se refiere a la zona del euro, durante la primavera del año pasado la inflación general continuaba en torno al 2%, que era el límite superior del intervalo de estabilidad de los precios definido por el Eurosistema. No obstante, se aceleró durante el verano y reanudó su escalada en otoño, a consecuencia de la subida de los precios del petróleo y del debilitamiento del tipo de cambio. Estos acontecimientos contribuyeron a sucesivas subidas de los tipos oficiales. Al cambiar de signo la influencia de estos factores, la inflación bajó, pero hasta principios del 2001 no se observaron indicios concluyentes de que la actividad económica se hubiera debilitado. Con todo, el Eurosistema optó por no bajar los tipos de interés hasta mayo, pues sus proyecciones parecían indicar que la inflación tardaría en retornar al intervalo de estabilidad de los precios.

El ciclo de los tipos de interés experimentó por su parte un cambio de signo en muchos de los países que habían adoptado un objetivo explícito de inflación. Durante la primera mitad del periodo, finalizó la última fase del endurecimiento de la política monetaria. El aumento de la inflación general registrado en la mayoría de estas economías a finales del 2000 se atribuyó a factores temporales, como el encarecimiento de los precios del petróleo, por lo que se consideró innecesario insistir en la restricción de la política monetaria. A principios del 2001, los principales bancos centrales que tenían un objetivo explícito de inflación bajaron los tipos de interés en respuesta a las revisiones a la baja de las predicciones sobre el crecimiento económico para un futuro inmediato.

El logro así como el mantenimiento de un bajo nivel de inflación en todas las economías del mundo, en el contexto de una continua expansión de los mercados financieros, ha tenido importantes repercusiones para los bancos centrales. Un problema concreto lo constituye la elección de los indicadores que deben servir de guía para fijar los tipos oficiales. En este ámbito, los bancos centrales han analizado una amplia variedad de variables de información extraídas tanto de la economía real como, cada vez con más frecuencia, de los mercados financieros. La comunicación con estos mercados ha cobrado mayor importancia y las autoridades monetarias se ven cada vez más obligadas a considerar su posible reacción a la hora de elegir el momento más adecuado para adoptar sus decisiones.

Estados Unidos

El periodo que aquí se examina resultó difícil para las autoridades monetarias. Durante los tres primeros trimestres del 2000, las presiones inflacionarias parecían ir en aumento. Sin embargo, los precios de las acciones y otros indicadores financieros presagiaban al mismo tiempo una inminente desaceleración del gasto de consumo y de inversión. Por otra parte, la incertidumbre sobre el futuro crecimiento de la productividad ensombreció las expectativas de la inflación, así como las perspectivas de los beneficios de las empresas y la estabilidad de los mercados financieros a corto plazo. Más adelante, a fines del 2000, los nuevos datos anunciaron una espectacular desaceleración de la actividad económica, cuyo alcance y duración resultaban

Presiones
inflacionarias

sumamente inciertos. La elección del ritmo al que debía relajarse la política monetaria, particularmente contando con la posibilidad de que los precios de las acciones se recuperasen de forma inoportuna, exigió un profundo análisis tanto de la economía como de la psicología del mercado.

A principios del periodo culminó la última fase de un año de endurecimiento de la política monetaria de la Reserva Federal. La subida del tipo objetivo de los fondos federales en 50 puntos básicos en mayo del 2000, tras la subida acumulada de 1,25 puntos porcentuales desde junio de 1999, formó parte de un moderado intento de contener un rápido avance de la tasa de expansión de la demanda agregada que podría incidir sobre la inflación. Sin embargo, a finales de la primavera y durante el verano, los indicadores prospectivos parecían indicar una incipiente desaceleración de la actividad económica, lo que indujo al Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC) a aplazar nuevos incrementos de su tipo objetivo, aunque continuó manteniendo un sesgo restrictivo. Durante el otoño, el riesgo de que aumentara la inflación continuó estando presente en las evaluaciones del FOMC. Por una parte, las medidas de la inflación subyacente siguieron girando en torno al 2%, nivel que se consideraba compatible con la estabilidad de los precios y los indicios de desaceleración económica siguieron proliferando. Por otra parte, la persistencia de los elevados precios del petróleo parecía estar llevando a revisar al alza las expectativas sobre la inflación a largo plazo, al tiempo que la estrechez del mercado laboral, reflejada en los incrementos de los salarios y de los costos laborales unitarios, amenazaba con incrementos subsiguientes de las tasas de inflación subyacente.

En diciembre, era evidente que la actividad económica había comenzado a desacelerarse significativamente; prueba de ello eran la acusada disminución de las ventas al por menor, la excesiva acumulación de existencias, la marcada reducción de la riqueza de los consumidores y el pronunciado descenso de confianza de los consumidores y de las empresas. Al mismo tiempo, la situación financiera empeoró considerablemente tanto en el mercado de acciones como en el de deuda empresarial (véase el capítulo VI).

En respuesta a esta situación, el FOMC, tras cambiar su sesgo en diciembre para tener en cuenta el aumento del riesgo de desaceleración económica, bajó los tipos de interés el 3 de enero de 2001. La elección de la fecha —entre dos reuniones— y la magnitud del recorte —el doble de lo habitual— pareció sorprender a los mercados, puesto que los precios de las acciones subieron vertiginosamente y los precios de los bonos a largo plazo cayeron. El motivo para adoptar esta medida por sorpresa probablemente fuera el deseo de mostrar una pronta respuesta a la evolución de los acontecimientos y reforzar con ello la confianza de los consumidores y de los agentes de los mercados financieros. Tras una reducción adicional del tipo de los fondos federales de 50 puntos básicos, decidida en la reunión del FOMC de fines de enero, y habida cuenta de la continua mejora de la situación de los mercados financieros, (a excepción de los precios de las acciones), pareció posible evitar un periodo prolongado de lento crecimiento. A mediados de febrero, la Reserva Federal, considerando los efectos de esta reducción del tipo, preveía

La política monetaria continuó endureciéndose hasta mayo del 2000 ...

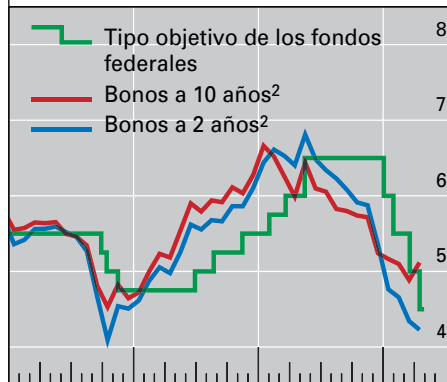
... con el riesgo de una mayor inflación aún presente en el otoño

A finales del 2000 se observaron indicios de una brusca recesión

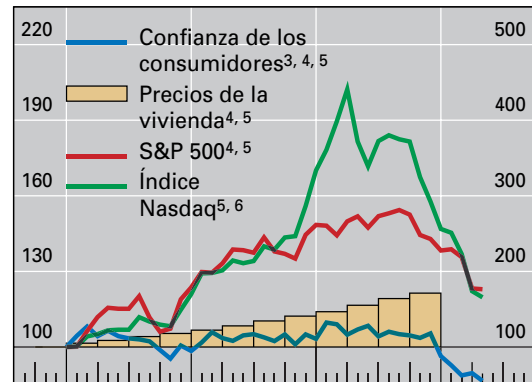
Una inesperada rebaja de los tipos de interés a principios del 2001 ...

Indicadores económicos de Estados Unidos

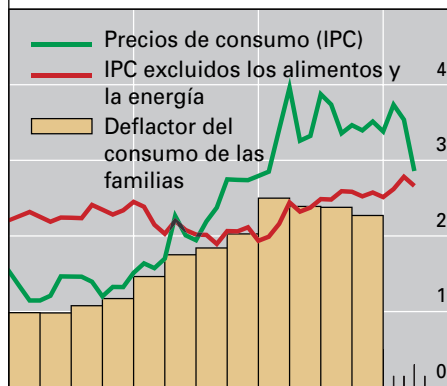
Tipos de interés¹



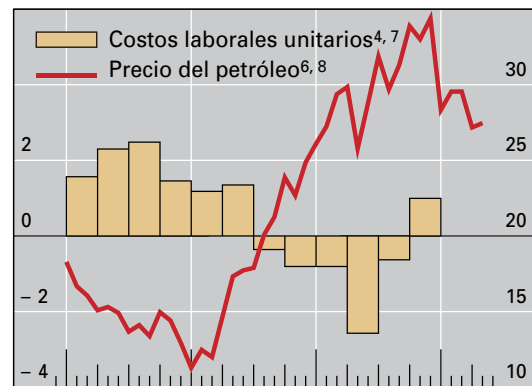
Precios de los activos y confianza de los consumidores



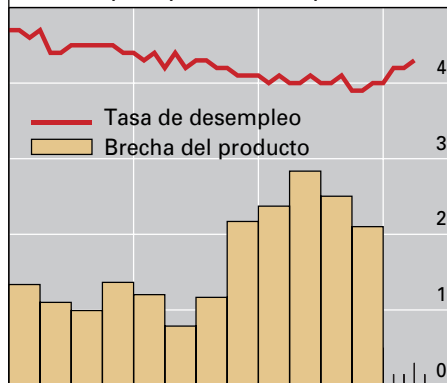
Inflación⁷



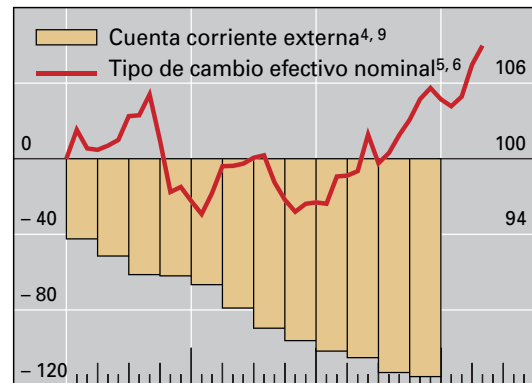
Costos



Desempleo y brecha del producto¹



Indicadores externos



¹ En porcentaje. ² Títulos del Tesoro. ³ Encuesta de la Universidad de Michigan. ⁴ Escala de la izquierda. ⁵ Finales de 1997 = 100. ⁶ Escala de la derecha. ⁷ Variaciones porcentuales anuales. ⁸ West Texas Intermediate, en dólares de EE.UU. ⁹ En miles de millones de dólares de EE.UU.

Fuentes: OCDE; datos nacionales.

Gráfico IV.1

que la tasa anual de crecimiento sólo disminuiría ligeramente en el 2001 con respecto a su potencial a largo plazo estimado y que la inflación general —basada en el índice de gasto de consumo personal— se situaría en torno al 2%. Pero a medida que pasaba el tiempo, fueron apareciendo nuevos indicios que aumentaron la probabilidad de que la contracción de la economía resultara más intensa y duradera de lo esperado. En su reunión de marzo, el FOMC bajó de nuevo los tipos de interés en 50 puntos básicos, el 18 de abril,

realizó una bajada similar tras mantener una consulta durante el ínterin y el 15 de mayo volvió a rebajar los tipos en otros 50 puntos básicos. La reducción total del tipo de los fondos federales ascendió, por lo tanto, a 250 puntos básicos en los cinco primeros meses del año, fenómeno sin precedentes desde la Segunda Guerra Mundial. Aunque el diferencial entre los tipos de interés a largo plazo y los tipos a corto plazo disminuyó en términos generales durante el 2000, este proceso se invirtió a principios del 2001 tras iniciarse la fase de relajación de la política monetaria. Por ejemplo, el rendimiento de los pagarés del Tesoro a 10 años aumentó 56 puntos básicos entre el 23 de marzo y el 20 de abril.

... seguidos de otros cuatro en un breve periodo

En el trasfondo de la evolución de la política monetaria en Estados Unidos durante los últimos trimestres ha existido, al igual que en años anteriores, un debate centrado en determinar si el nivel sostenible de la tasa de crecimiento de la productividad se ha incrementado (véase el análisis de los indicadores de la política monetaria más adelante). Durante la fase anterior de endurecimiento monetario, la Reserva Federal consideraba de interés prioritario disponer de estimaciones precisas de la brecha del producto para evaluar los efectos inflacionarios de la sólida demanda agregada. Por el contrario, en el cuarto trimestre del 2000, la continua caída de los precios de las acciones y la brusca desaceleración del crecimiento del producto hicieron que tanto las autoridades económicas como los mercados centraran su atención, durante un tiempo, en las perspectivas a más corto plazo de crecimiento de la productividad, al estimar preferible que el crecimiento de la productividad fuera continuo, por lo que repercutiría favorablemente en los beneficios, los precios de las acciones y el gasto. Esto también significaría (véase el capítulo II) que algunos de los desequilibrios aparentes de la economía estadounidense eran más sostenibles de lo que se pensaba. Naturalmente, si el mantenimiento de un mayor crecimiento de la productividad se traducía en una reducción de las horas trabajadas, del empleo y de la renta de los hogares, persistía el riesgo de que, a pesar de todo, disminuyera la confianza de los consumidores.

El crecimiento de la productividad continuó siendo incierto

Japón

En razón del significativo crecimiento del PIB y del aumento de la producción industrial registrados durante la primavera del 2000, el Banco de Japón se encontró ante una difícil disyuntiva. ¿Debía abandonar la política de tipo de interés cero adoptada un año antes? y, en caso afirmativo, ¿En qué momento? El Consejo de Política Monetaria se decantaba progresivamente por la opinión de que el continuo descenso de los precios de consumo obedecía principalmente a transformaciones del lado de la oferta, tales como la liberalización y la alteración de los canales de distribución, dado que las presiones ejercidas por la debilidad de la demanda parecían ir a la baja. Puesto que la tasa interanual de descenso de los precios (excluidos los alimentos frescos) se mantuvo durante la primavera en el -0,3% y surgieron algunos indicios de que la recuperación había empezado su andadura, el tipo objetivo a un día se elevó en agosto al 0,25%. Si bien esta medida

Descenso de los precios, pero subida de los tipos de interés

significaba un leve endurecimiento de la política monetaria, el Banco de Japón declaró que su postura seguía estando orientada, en términos generales, a favorecer la expansión.

La economía se
desaceleró ...

Sin embargo, durante el otoño y el invierno, la economía volvió a desacelerarse y la tasa subyacente de descenso de los precios de consumo registró un aumento. El rendimiento de los bonos a largo plazo, que se había mantenido estable durante la mayor parte del año, cayó desde un 1,8% en octubre hasta el 1,7% en diciembre y alcanzó un 1,1% a principios de marzo del 2001. Esta disminución pareció indicar que los mercados financieros esperaban que la economía siguiera debilitándose. Por otra parte, era cada vez más evidente que se habían realizado escasos progresos en relación con la reducción del volumen de préstamos en mora, puesto que préstamos cancelados fueron sustituidos por nuevos préstamos en situación irregular.

... como
consecuencia de la
desaceleración de
Estados Unidos y
del descenso de los
precios de las
acciones

Fueron varios los factores que contribuyeron a esta situación. En particular, la brusca reducción de las exportaciones a los países asiáticos, debida en gran parte a la repercusión de la desaceleración de Estados Unidos en estas economías, provocó una disminución de la producción industrial en el primer trimestre del 2001. Otro factor que obstaculizó la incipiente recuperación fue una nueva disminución de la capacidad de los bancos para otorgar préstamos que tuvo su origen en la vertiginosa caída de los precios de las acciones iniciada en la primavera del 2000. Los bancos no pudieron atenuar, como habían hecho en el pasado, la repercusión de las pérdidas crediticias en los beneficios mediante el recurso de hacer efectivas las ganancias de capital en sus carteras de acciones, puesto que los precios de las acciones, medidos por el índice Nikkei, alcanzaron en la primavera del 2001 el nivel más bajo de los últimos quince años.

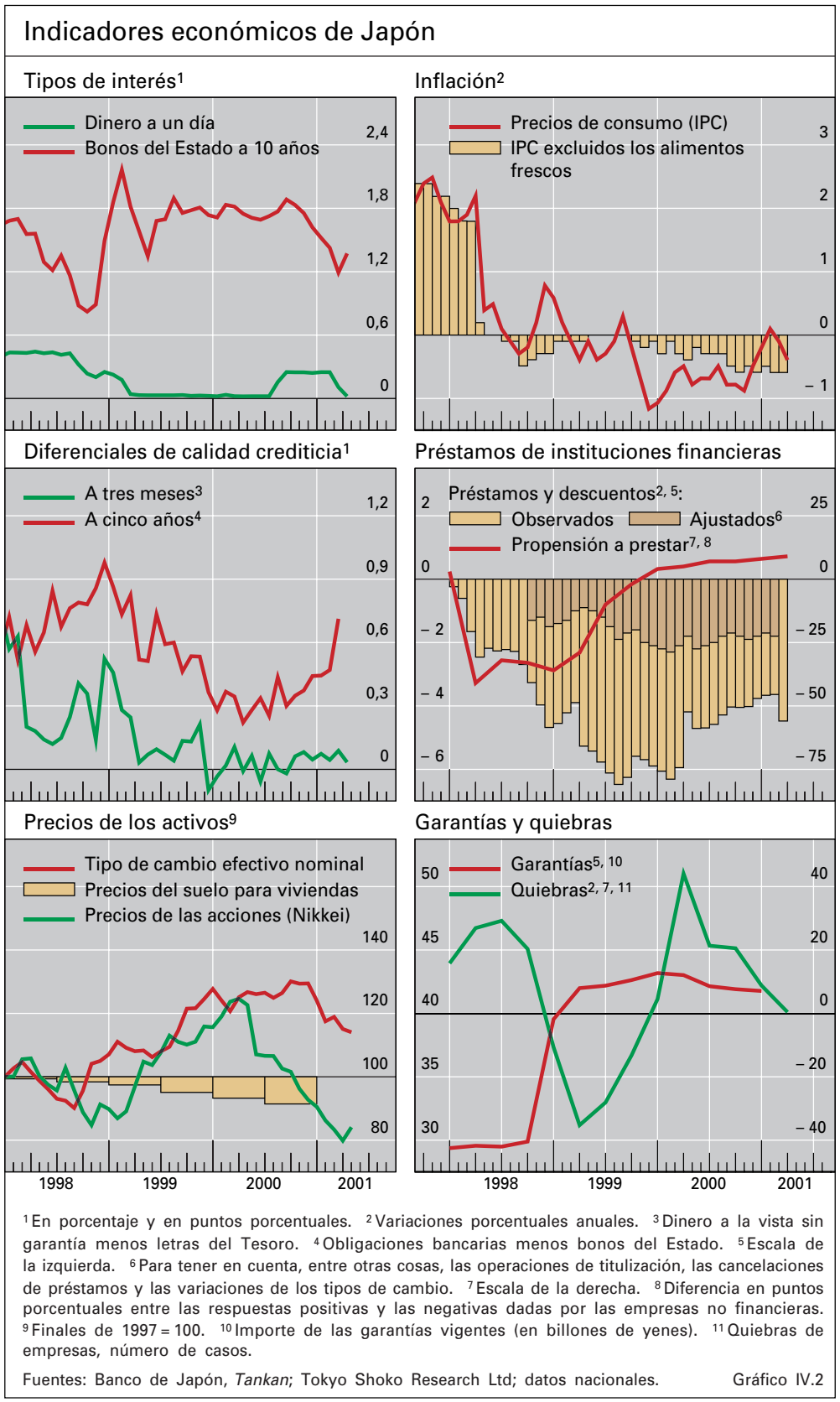
La política
monetaria se relajó
en febrero ...

Ante este deterioro de la situación económica y la creciente posibilidad de que Estados Unidos entrara en recesión, el Banco de Japón adoptó nuevas medidas a principios de febrero del 2001 con el fin de impulsar la economía. Al objeto de aumentar la provisión de liquidez, introdujo una nueva línea de crédito (Lombard) que permitía a los bancos solicitar préstamos al tipo de descuento oficial, que se bajó del 0,5% al 0,35%. Esta línea estableció, de hecho, un tope máximo para los tipos a un día en el mercado interbancario. Ese mismo mes se adoptaron medidas adicionales: el tipo objetivo a un día se redujo al 0,15% y el tipo oficial de descuento se rebajó al 0,25%. A la vista de que aumentaban los indicios de que la recuperación se había interrumpido, se adoptaron otras decisiones de política monetaria en marzo. Mediante el efecto combinado de la sustitución del tipo a un día como objetivo de control por el saldo total pendiente de las cuentas corrientes de los bancos en el Banco de Japón y de la ampliación de este saldo de 4 a 5 billones de yenes se consiguió reducir el tipo de interés a un día a casi un 0,05%.

... y en marzo

El Banco de Japón anunció en marzo, junto con los demás cambios de política monetaria, unas "pautas de conducta en relación con el objetivo para el IPC". En ellas se manifestaba que las nuevas medidas continuarían en vigor hasta que los precios de consumo dejaran de bajar, probablemente con la intención de que se extendieran las expectativas de que los tipos de interés se mantendrían en niveles muy reducidos durante un periodo prolongado y

reducir así toda la curva de rendimientos. Aunque el Banco de Japón mantuvo una actitud de cautela respecto a la introducción de un objetivo de inflación a medio plazo, el anuncio puso de manifiesto la creciente importancia que concedía a evitar descensos subsiguientes de los precios.



Inyección de liquidez

Al mantenerse los tipos a un día prácticamente a cero, no quedaba margen para seguir relajando la política de tipos de interés. Por otra parte, el Banco de Japón consideraba que la debilidad del sistema financiero y del sector empresarial, disminuía las posibilidades de que un incremento de la cantidad de dinero impulsara la actividad económica. En particular, se estimaba improbable que un aumento de la base monetaria efectuada mediante cuantiosas compras de bonos del Estado animara a los bancos a expandir su volumen de préstamos, habida cuenta del estado de sus balances y la escasa demanda de nuevos préstamos. Además, aunque fuera posible provocar una depreciación del yen comprando divisas y estimular así el sector de exportación, existía el riesgo de que algunas empresas no fuesen capaces de trasladar los incrementos que experimentarían los costos de importación en razón de la debilidad de la demanda interna. Una depreciación conllevaba, pues, el peligro de reducir los márgenes de beneficios en algunos sectores y de frenar la actividad y podía, además, resultar problemática por su efecto negativo en otras economías de la región asiática.

Importancia de las reformas

Al verse limitada la eficacia de la política monetaria y ser escaso el margen de acción de la política fiscal debido al rápido crecimiento de la deuda pública registrado en los últimos años, cada vez estaba más arraigado el convencimiento de que para que la economía volviera a crecer era necesario llevar a cabo reformas encaminadas a resolver los endémicos problemas de balance del sector financiero y del sector empresarial. Asimismo se consideraba que para que cualquier estrategia tuviera resultados positivos, era esencial un aumento duradero de la rentabilidad de las actividades principales de los bancos. Si bien los bajos niveles de los tipos de interés resultaban beneficiosos por cuanto que estimulaban la demanda, también se consideraba que disminuían los incentivos para llevar a cabo una reestructuración, ya que los préstamos en mora podían refinanciarse a un costo muy reducido, lo que hacía absolutamente imprescindible que la política de bajos tipos de interés estuviera acompañada de otros incentivos para intensificar el proceso de reforma estructural.

La zona del euro

La situación también fue difícil el año pasado para las autoridades monetarias de la zona del euro, puesto que las perspectivas de la inflación cambiaron de nuevo rápidamente. Hasta el otoño del 2000, el reto principal para el Banco Central Europeo (BCE) consistió en impedir que el aumento de la inflación relacionado con el costo de la energía se instalase en los acuerdos salariales y provocara efectos más duraderos. Con posterioridad, el principal problema fue averiguar en qué medida la desaceleración de Estados Unidos y de la economía mundial en general reduciría la actividad y las presiones sobre los precios en la zona del euro. Un factor que complicó la situación fue el debilitamiento del euro y el riesgo de que la tasa de depreciación se acelerara. Aunque el tipo de cambio no era un objetivo de la política monetaria, influyó en las presiones inflacionarias tanto

El debilitamiento del euro un factor de complicaciones

directamente, a través de los precios de importación, como quizá indirectamente a través de las expectativas de inflación (véase también el capítulo V).

A principios del 2000, el BCE continuó con el proceso de endurecimiento gradual de la política monetaria que había iniciado a finales de 1999. La inflación general, medida por la variación interanual del índice armonizado de precios de consumo (IAPC), que había alcanzado un mínimo de 0,8% en enero de 1999, aumentó ininterrumpidamente a partir de ese momento hasta alcanzar un máximo del 2,9% en noviembre del 2000. Esta aceleración fue atribuible en gran medida al encarecimiento de los precios del petróleo y a la depreciación acumulada del euro de un 16% entre enero de 1999 y diciembre del 2000. Estos hechos estuvieron acompañados de una considerable subida de los precios de importación, que aumentaron un 22% durante los doce meses anteriores a septiembre del 2000. A pesar de que la inflación subyacente, medida por el IAPC, con exclusión de los precios de los alimentos y de la energía, continuó mostrando un comportamiento moderado, el tipo de recompra se subió sucesivamente desde el 3% a principios del 2000 al 4,75% en el otoño. Durante algunos meses, el Consejo de Gobierno mantuvo una prudente actitud de espera, incluso cuando la economía estadounidense comenzó a desacelerarse bruscamente y las presiones inflacionarias dieron muestras de estar disminuyendo en la zona del euro. A la vista de que las subidas salariales seguían siendo moderadas y de que las perspectivas de crecimiento se revisaron a la baja, el BCE redujo finalmente los tipos en mayo del 2001.

Parece que fueron varios los factores que condicionaron la respuesta del Eurosistema. Cuando anunció el marco de su política monetaria, el Consejo de Gobierno había declarado que una desviación temporal con respecto al nivel máximo del 2% no debía considerarse incompatible con el mantenimiento de la estabilidad de los precios. No obstante, dado el reducido historial de la institución, es concebible que a las autoridades les preocupara que su credibilidad se viera mermada si no respondían, siquiera de una manera limitada, a la desviación con respecto al objetivo. Por otra parte, un crecimiento de M3 superior al valor de referencia del 4,5%, que constituye el primer pilar del marco de la política monetaria, recomendaba prudencia. Otro factor que influyó en la política monetaria fue la sensibilidad histórica de los salarios de muchas economías de Europa Continental a las variaciones de la inflación y a la escasez de oferta de mano de obra en el mercado de trabajo. Al aumentar la inflación general y continuar disminuyendo el desempleo en la zona del euro desde un 9,5% en enero del 2000 hasta un 8,6% en diciembre, no podía descartarse que aumentaran las expectativas inflacionarias y se produjeran ajustes posteriores en los mercados laborales.

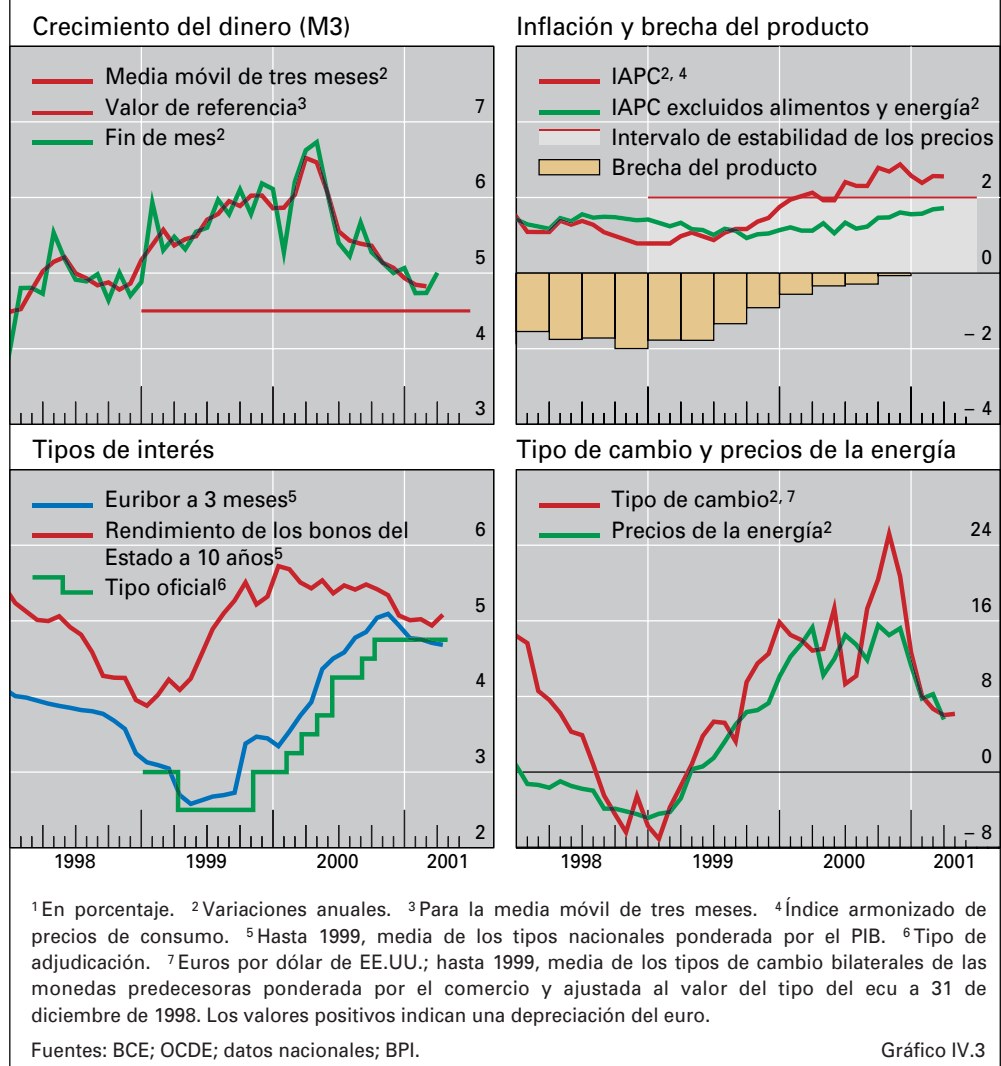
En esa situación, los rendimientos de los bonos a largo plazo se mantuvieron estables en torno a un 5,5% durante gran parte del año y a continuación comenzaron a disminuir, alcanzando el 4,9% a mediados de marzo del 2001. Por una parte, podría considerarse que esta evolución fue impulsada principalmente por una similar tendencia a la baja de los tipos a

La inflación general aumentó en respuesta a los precios del petróleo y a la depreciación del tipo de cambio

Factores que condicionaron la política monetaria

Riesgo de que se produjeran efectos posteriores

Indicadores económicos de la zona del euro¹



La política monetaria continuó gozando de credibilidad

largo plazo de Estados Unidos, conclusión coherente con las tendencias posteriores de los tipos de los bonos a subir tanto en Estados Unidos como en Europa. Por otra, podría indicar que las variaciones al alza de la inflación general no influyeron en las expectativas de la inflación, ya que los mercados financieros y la opinión pública en general continuaron concediendo credibilidad a la política del Eurosistema orientada hacia la estabilidad. La ausencia de indicios hasta la fecha, de que el aumento de la inflación general se hubiera instalado en los costos laborales parece ser otro argumento que confirma esta última interpretación.

Países que han adoptado un objetivo de inflación

En muchos países industrializados, el eje de la política monetaria está constituido por un objetivo cuantitativo explícito de inflación. De hecho, el número de bancos centrales que han adoptado ese tipo de estrategia aumentó durante el periodo examinado al anunciar Islandia y Noruega objetivos de inflación en marzo del 2001.

Durante el primer semestre del 2000, los bancos centrales de la mayoría de los países que tienen objetivos de inflación llevaron a cabo la última fase de endurecimiento general de la política monetaria iniciado en 1999. A partir de ese momento, mantuvieron los tipos de interés bastante estables hasta finales de año. El Banco de Inglaterra mantuvo, de hecho, los tipos oficiales constantes durante casi todo el año pasado, debido a que, aunque la demanda interna era elevada y continuaba la estrechez de los mercados de trabajo, no existía casi ningún indicio de que estuviera aumentando la tasa de inflación subyacente. El ciclo de los tipos de interés cambió de tendencia a principios del 2001 iniciando una senda descendente. Los tipos oficiales se recortaron en Australia, Canadá, Nueva Zelanda, el Reino Unido y Suiza, ya que la inflación continuó mostrándose moderada, al tiempo que se esperaba que el crecimiento de la producción sería inferior a la tendencia debido, en gran parte, a que la evolución era similar en los mayores países industrializados.

Durante el periodo examinado, la evolución de los tipos de interés a corto plazo de los países industrializados que tienen un objetivo de inflación fue parecida a la del tipo de los fondos federales estadounidenses, tal como había sucedido al menos en los dos últimos años. En realidad, la mayoría de estos países se encontraba en una fase del ciclo económico similar a la de Estados Unidos, particularmente en el caso de Canadá. A partir de noviembre de 1999, casi todas las variaciones de los tipos de interés oficiales canadienses se llevaron a cabo inmediatamente después de que se modificara el tipo de los fondos federales. Dado que Estados Unidos representa cuatro quintas partes del comercio exterior canadiense y que los mercados de capitales de ambos países están muy integrados, su política monetaria suele seguir una trayectoria similar, aunque no idéntica.

Como indica la semejanza de los ciclos de los tipos de interés, los bancos centrales que tienen un objetivo explícito de inflación tuvieron que afrontar una serie de cuestiones comunes. Hasta el otoño del 2000, una de sus principales preocupaciones fue el recalentamiento económico, al considerarse que la demanda estaba aumentando a mayor ritmo que la oferta. Además, parecía que había escasez de oferta de mano de obra en los mercados de trabajo, aunque las variaciones generalmente modestas de los costos laborales unitarios apenas dieron muestras de que los salarios estuvieran creciendo en mayor medida que la productividad. No obstante, algunos bancos centrales continuaron endureciendo la política monetaria por temor a que aumentaran las presiones inflacionarias subyacentes. El Banco de Canadá subió su tipo oficial clave 50 puntos básicos en mayo del 2000, la cuarta subida desde noviembre de 1999; el Banco de la Reserva de Australia incrementó su tipo al contado en 50 puntos básicos entre abril y agosto del 2000, tras varias subidas previas que sumaban un total de 75 puntos básicos; y el Banco de la Reserva de Nueva Zelanda subió los tipos en abril y en mayo un total de 75 puntos básicos. La economía sueca también continuó creciendo en el 2000 a una tasa superior a la media, aunque el Riksbank consideró que podía esperar hasta finales del año para subir los tipos de interés.

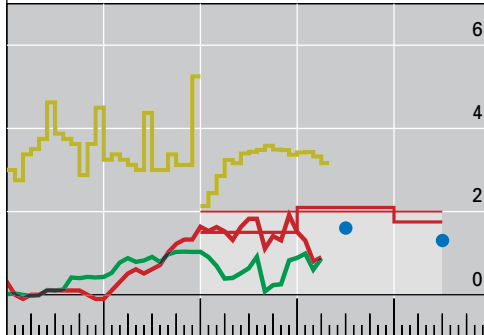
Los tipos de interés siguieron el ciclo de Estados Unidos

Elevada demanda agregada en el 2000

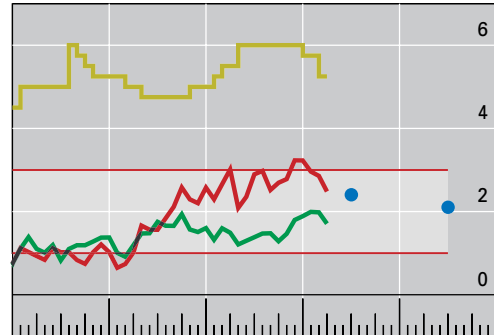
Inflación y tipos oficiales en los países que han adoptado un objetivo de inflación¹

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

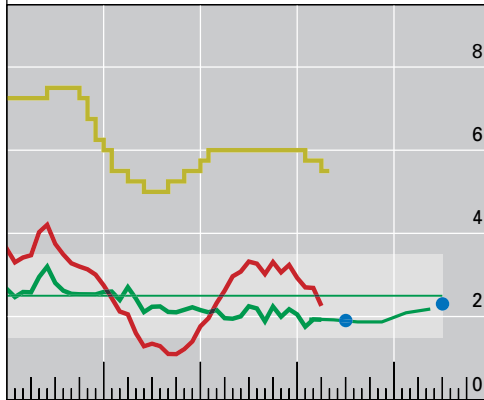
Suiza



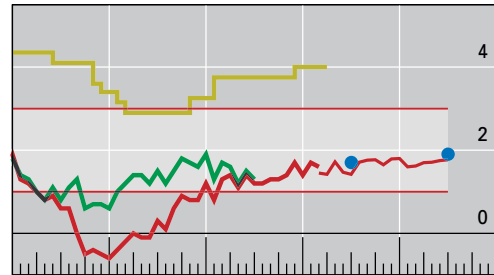
Canadá



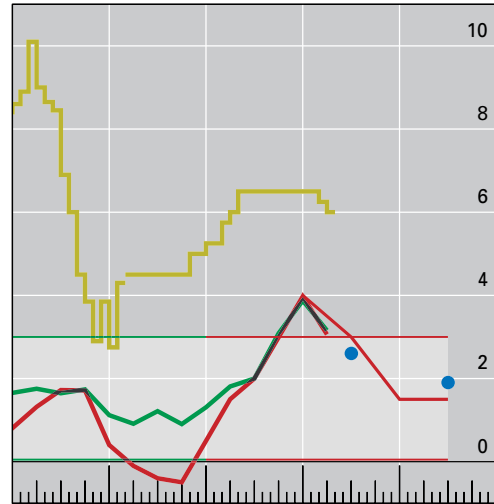
Reino Unido



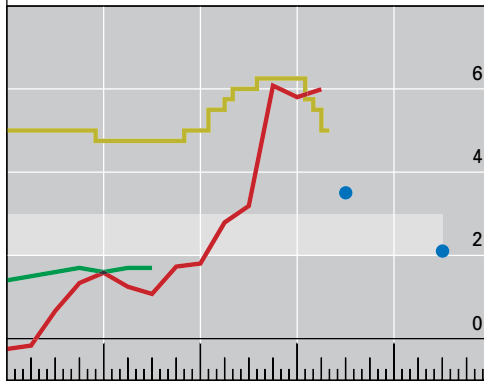
Suecia



Nueva Zelanda



Australia



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. Australia (desde octubre de 1998), Canadá, Nueva Zelanda (desde el 2000) y Suecia: 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 Canadá y Suiza: IPC, exc. los precios de los alimentos y de la energía (en el caso de Canadá, exc. también los impuestos indirectos); Reino Unido: índice de precios al por menor, exc. los pagos de intereses hipotecarios; Suecia: IPC, exc. los impuestos indirectos, las subvenciones y los gastos en intereses hipotecarios; Australia: IPC, exc. 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, exc. los servicios crediticios. ³ Del IPC anual o, en el caso del Reino Unido, la inflación subyacente; encuestas realizadas en abril del 2001. ⁴ Suiza: Libor a tres meses (el objetivo se fija en 50 puntos básicos por encima y por debajo del Libor); antes del 2000, tipo Lombard; Canadá: límite superior de la banda de control; 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

La cuestión de máximo interés para las autoridades monetarias consistía en determinar si los incrementos de la productividad observados en Estados Unidos desde 1995, que muchos creían que serían en gran medida permanentes, se materializarían también en sus economías. Esta cuestión revestía importancia, por cuanto que la incertidumbre sobre la tendencia de la productividad del trabajo dificultaba la evaluación del producto potencial y de las presiones inflacionarias y, por lo tanto, de la correcta orientación de la política monetaria. En la mayoría de los países que han adoptado objetivos de inflación, tan sólo pudieron detectarse incrementos poco significativos y relativamente recientes del crecimiento de la productividad, atribuibles sobre todo a factores cíclicos. La única excepción importante fue Australia, que había disfrutado de un crecimiento muy elevado de la productividad durante toda la década de los noventa. Sin embargo, en el Reino Unido algunos miembros del Comité de Política Monetaria (CPM) del Banco de Inglaterra manifestaron que, su inclinación a bajar los tipos de interés durante el 2000 se basó en la consideración de que el crecimiento de la productividad a largo plazo había aumentado. En Suecia, el aplazamiento de la subida de los tipos durante el 2000 se debió asimismo a la creencia de que el nivel de crecimiento sostenible de la productividad había aumentado, debido en parte a los buenos resultados del sector interno de tecnología de la información.

Los bancos centrales afrontaron cuestiones similares, como la persistente incertidumbre sobre el crecimiento de la productividad ...

La segunda cuestión residía en saber cómo hacer frente a la nueva y brusca subida que experimentaron los precios del petróleo desde mediados del 2000, que elevó las tasas de inflación por encima de los objetivos de la mayoría de los bancos centrales. Los tipos de interés no se subieron en consecuencia, puesto que por lo general se pensaba que las perturbaciones de los precios del petróleo eran temporales. Sin embargo, algunos de los bancos centrales con objetivo de inflación declararon que si bien no reaccionarían a los efectos inmediatos de estas perturbaciones de los precios, considerarían la posibilidad de endurecer la política monetaria si los indicadores señalaban la aparición de efectos posteriores. El Banco de la Reserva de Australia mantuvo constantes los tipos de interés incluso cuando las subidas de los impuestos y el encarecimiento de los precios del petróleo hicieron que la inflación se disparara en el tercer trimestre. En Canadá, las expectativas inflacionarias a largo plazo apenas aumentaron cuando subieron los precios del petróleo y permanecieron cercanas al punto medio del intervalo fijado como objetivo de inflación por el Banco de Canadá. Hacia finales del 2000, el descenso de los precios del petróleo atenuó las presiones sobre la inflación general en la mayoría de los países, lo que redujo significativamente la probabilidad de que las subidas anteriores produjeran efectos indirectos posteriores.

... el efecto de las subidas de los precios del petróleo ...

La tercera cuestión de interés para las autoridades monetarias durante el periodo examinado está relacionada con la evolución de los tipos de cambio. Durante la mayor parte del 2000, una de las principales preocupaciones en el Reino Unido fue el creciente desequilibrio sectorial provocado por el elevado valor de la libra frente al euro, que se tradujo en resultados insatisfactorios en algunos sectores de exportación, al tiempo que la demanda interna creció rápidamente. Una reducción de los tipos de interés podría haber traído una

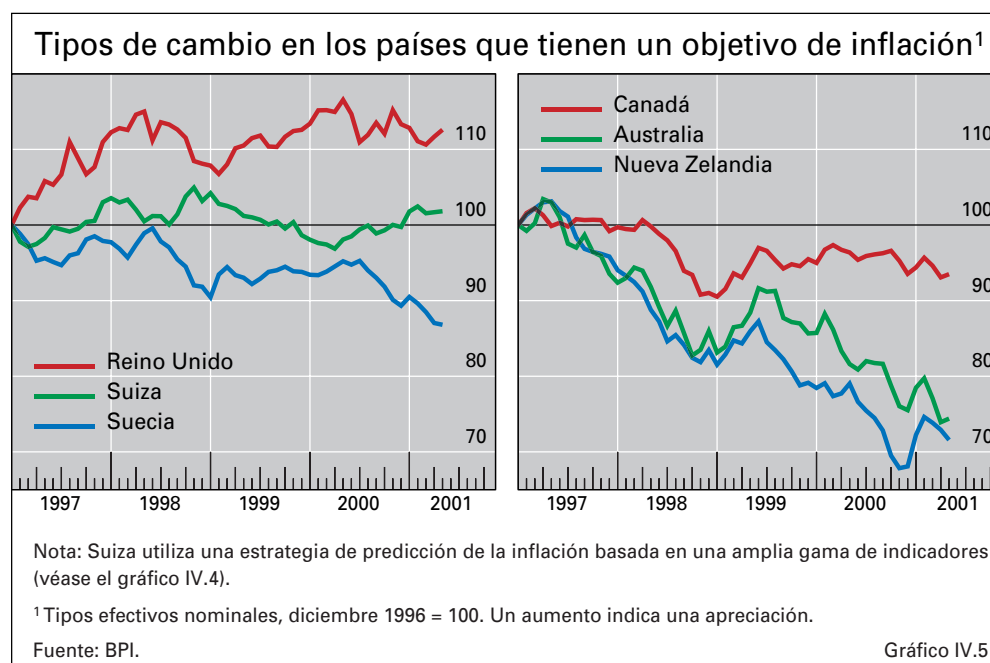
... y la sorprendente evolución de los tipos de cambio

depreciación de la libra que hubiera favorecido a los sectores de exportación, pero con ello se habría provocado un nuevo aumento de la demanda interna, situada ya en un nivel demasiado elevado. El Banco de Inglaterra mantuvo el principal tipo oficial en un 6%, puesto que las previsiones apuntaban a que cumpliría su objetivo de inflación agregada.

El tipo de cambio fue también objeto de atención en Australia y Nueva Zelanda, debido a que sus monedas experimentaron una significativa depreciación. En última instancia, la influencia de las depreciaciones en la orientación de la política monetaria fue menor de lo que cabía esperar a tenor de la experiencia pasada. En ambos países, el banco central consideró que la repercusión de las variaciones de los tipos de cambio en la inflación había disminuido recientemente, por lo que se mostró más inclinado a esperar para ver si las tasas de inflación subyacente se verían afectadas por los movimientos de capital. En cambio, el Banco Nacional Suizo estimaba que el grado de esta repercusión seguía siendo alto, por lo que acogió con satisfacción la apreciación del franco suizo frente al euro considerando que frenaría las presiones inflacionarias generadas en el primer semestre del 2000 por la debilidad anterior del tipo de cambio nominal.

Durante la segunda mitad del periodo examinado, mejoraron las perspectivas de inflación, al revisarse a la baja las proyecciones del crecimiento del producto en la mayoría de los países. Esta revisión se debió en gran parte a una disminución esperada del ritmo de la actividad económica mundial, aunque también a la anterior fase de endurecimiento de la política monetaria. Sin embargo, la disminución prevista del crecimiento fue menor que en Estados Unidos, al igual que las probabilidades estimadas de que la recesión fuera especialmente significativa. El hecho de que en la mayoría de estas economías hubiera menos indicios de desequilibrio financiero que en Estados Unidos, principalmente en los mercados de crédito y de activos, confirmó estas previsiones. Aun así, en algunos casos se

Revisión a la baja de las proyecciones del crecimiento del producto a principios del 2001



observaron indicios de desequilibrios sectoriales. En Australia, los precios de la vivienda alcanzaron niveles excepcionales y en Canadá, la deuda personal y la de las empresas se aproximaron a máximos históricos en porcentaje del PIB (véase también el capítulo II).

Finalmente, las predicciones de desaceleración del crecimiento y de estabilidad de la inflación subyacente llevaron a muchos bancos centrales a bajar los tipos de interés. En Canadá, el descenso de la demanda estadounidense de exportaciones canadienses hizo creer que la desaceleración podría haber iniciado su curso. Por otra parte, también se temía que pudiera disminuir el crecimiento del consumo y de la inversión, al igual que en Estados Unidos. En consecuencia, el Banco de Canadá comenzó a bajar los tipos de interés en enero del 2001. En el Reino Unido, el CPM del Banco de Inglaterra seguía considerando, en su reunión de enero, que el riesgo de que aumentara la inflación era tan importante como el riesgo de que el crecimiento fuera menor de lo normal. No obstante, suavizó la política monetaria en febrero, después de que la inflación se situara de forma temporal en casi 1 punto porcentual por debajo de su objetivo, y en abril y mayo llevó a cabo nuevos recortes de 0,25 puntos porcentuales en cada ocasión. En Australia, donde la demanda interna había mostrado ya signos de debilidad, la desaceleración que experimentó la actividad económica en Estados Unidos y en Japón durante el cuarto trimestre confirmó la impresión de que la disminución del crecimiento podría ser duradera. El Banco de la Reserva redujo su tipo al contado tres veces entre febrero y abril, al estimar que las reducciones seguían siendo compatibles con un descenso de la inflación al objetivo de 2-3% en los dos años siguientes.

Los tipos de interés se rebajaron en Canadá ...

... en el Reino Unido ...

... y en Australia

Reconsideración de la gestión de la política monetaria

El cambio más importante que se ha producido en el entorno macroeconómico en las dos últimas décadas posiblemente haya sido el proceso mundial de desinflación. Aunque indudablemente son muchos los factores que han contribuido a mantener la inflación actual en niveles reducidos (véanse los capítulos II y III), el creciente compromiso de los bancos centrales de lograr y mantener la estabilidad de los precios ha desempeñado un papel decisivo en este resultado.

A pesar de haber conseguido controlar la inflación, a los bancos centrales les ha resultado difícil encontrar indicadores fiables que les sirviesen de guía para fijar los tipos oficiales. Desde que se abandonara el sistema de Bretton Woods y se generalizara la adopción de sistemas de tipo de cambio flexible, contar con estos indicadores ha constituido un objetivo prioritario, en razón de la necesidad de los bancos centrales de gestionar más activamente la política monetaria. En la década de los setenta, muchos países adoptaron un objetivo monetario cuya doble función consistía en servir de ancla nominal explícita como guía de las expectativas y de variable de información para gestionar la política monetaria. Sin embargo, en la mayoría de los países, la liberalización y la innovación financieras acabaron reduciendo la fiabilidad de los agregados monetarios como indicadores de la futura evolución

Problemas para encontrar indicadores fiables

económica. Actualmente, la estrategia de dos pilares del Eurosistema es la única, entre las de los países industrializados, que sigue concediendo un papel destacado a los indicadores monetarios. Durante los años ochenta, los bancos centrales se basaron cada vez más en un amplio elenco de variables de información para adoptar sus decisiones de política monetaria, retornando el interés por los indicadores económicos reales, tales como las medidas de la capacidad de producción subyacente y el producto potencial de la economía. La posterior adopción de unos objetivos explícitos de inflación, y el consiguiente compromiso con ellos, supuso para muchos países contar con un instrumento transparente y creíble para poner en práctica una estrategia monetaria basada en una amplia variedad de indicadores. No obstante, al definir más claramente el objetivo de la política monetaria, probablemente se hizo más necesario determinar indicadores fidedignos.

La diversa y cambiante experiencia de los bancos centrales induce por sí misma a pensar que es difícil encontrar un conjunto de indicadores fidedignos para elaborar la política monetaria. Por otra parte, el crecimiento que han experimentado los mercados financieros en los últimos años ha ampliado el conjunto de variables de información de que disponen las autoridades económicas, lo que ha aumentado la probabilidad de que la elección de los indicadores varíe de un país a otro. La mayor importancia de los mercados financieros, además de tener importantes implicaciones para la táctica de la política monetaria, también ha complicado considerablemente la comunicación al público de los cambios de política.

La elección de los indicadores de la política monetaria

El nivel de inflación inesperadamente bajo que se ha registrado en muchos países industrializados desde mediados de los años noventa ha obligado a los bancos centrales a revisar los indicadores tradicionales y los modelos utilizados para evaluar las presiones inflacionarias. El ejemplo más destacado es Estados Unidos, donde el crecimiento del PIB real ha seguido siendo muy superior y el desempleo muy inferior a los valores históricos habituales. Dado que la visión convencional del proceso de inflación de muchos bancos centrales se basa en la curva de Phillips, el comportamiento anormal de la producción y del desempleo en relación con los valores que se consideraban de equilibrio a largo plazo explica en gran parte por qué las predicciones recientes de la inflación han sido sistemáticamente excesivas.

Uno de los problemas principales ha sido la creciente incertidumbre sobre el producto potencial. En los últimos años, se ha tratado de comprender el comportamiento de la productividad total de los factores, en particular, el grado en que los aumentos medidos obedecen en mayor medida a factores seculares que a otros de carácter cíclico. Sin embargo, no siempre se reconoce que las estimaciones tanto del stock de capital como de la población activa son igualmente importantes para evaluar el producto potencial. La medición del stock de capital siempre está plagada de dificultades, pero además éstas se acentúan en los periodos de rápido progreso tecnológico, en los que el capital puede quedar obsoleto rápidamente y reducir la rentabilidad de su utilización, lo que complica la

Los indicadores tradicionales han resultado engañosos ...

... debido en parte a las dificultades para proyectar el crecimiento de la productividad

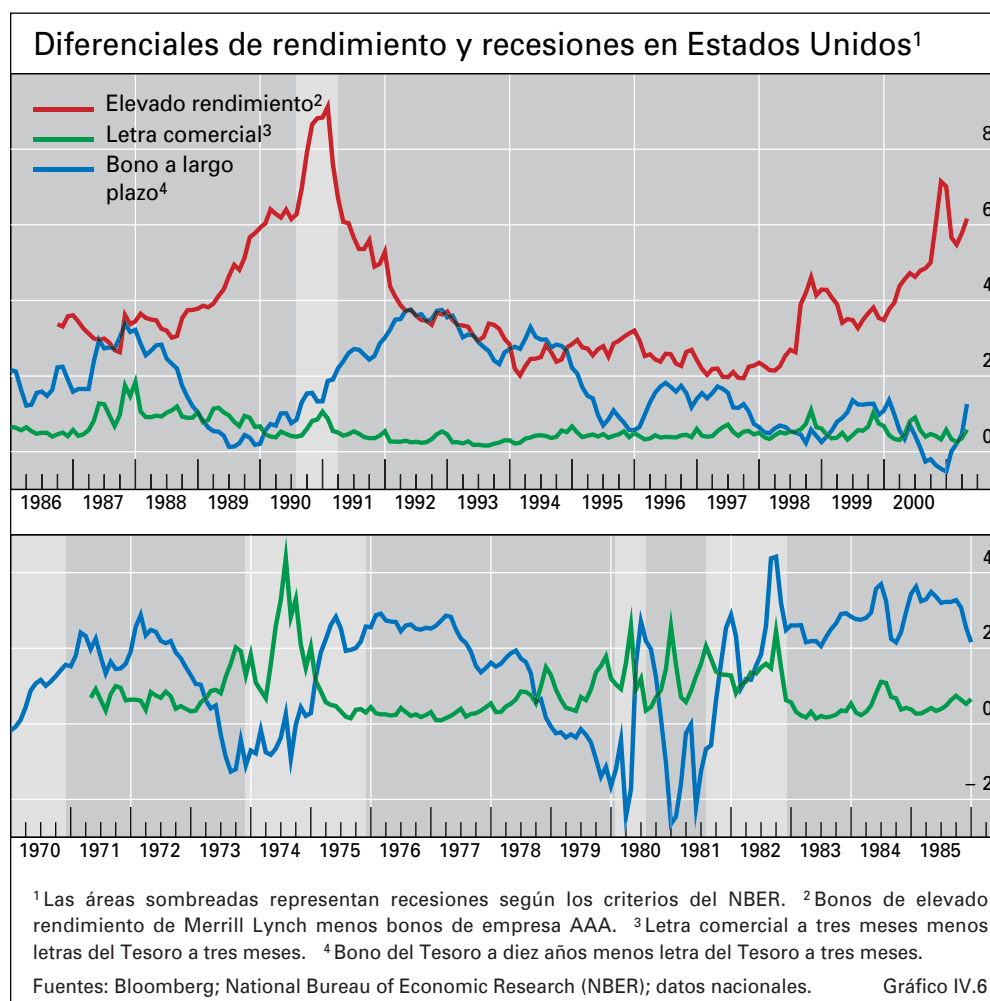
evaluación de las tasas de utilización de la capacidad. Asimismo, la evolución de las tasas de actividad y las tendencias demográficas pueden influir en la oferta de trabajo efectiva y, por lo tanto, en la capacidad productiva de la economía. Por otra parte, el cálculo de la NAIRU, que también resulta fundamental para averiguar la contribución del factor trabajo al producto potencial, puede estar sesgado por otros elementos de influencia (como una reducción de los precios de los productos básicos o una apreciación de la moneda) que reducen temporalmente las presiones inflacionarias y las expectativas de inflación. Este tipo de problemas ha llevado a muchos analistas a recurrir a métodos puramente estadísticos para estimar el producto potencial. Y aunque muchos bancos centrales han seguido este ejemplo, no se deciden, como es comprensible, a basar sus decisiones de política monetaria en esos indicadores, reconociendo que no transmiten ninguna información sobre las fuerzas económicas en las que se basan las estimaciones.

Como consecuencia, en parte, de las dificultades que plantea la interpretación de los indicadores económicos reales y de la creciente importancia de los mercados financieros en el mecanismo de transmisión de la política monetaria, los bancos centrales han prestado cada vez más atención a los indicadores financieros para decidir la política monetaria. Un grupo de ejemplos son los diferenciales de rendimiento. En el pasado, el diferencial de vencimiento, que es la diferencia entre los rendimientos de los bonos a largo plazo y los tipos a corto plazo, constituía un indicador útil de la futura actividad económica en muchos países. Además, en Estados Unidos la diferencia entre los tipos de los efectos comerciales y los de las letras del Tesoro también parecía predecir el crecimiento de la producción. Las variaciones de ambos diferenciales han estado estrechamente relacionadas con los cambios de dirección de la política monetaria; por ejemplo, una brusca disminución del diferencial de vencimiento que entrañaba una inversión de la curva de rendimiento ha ido acompañada normalmente de una significativa subida de los tipos oficiales. Como la mayoría de las recesiones registradas desde principios de los años setenta parecen haber sido provocadas por un endurecimiento de la política monetaria para luchar contra la inflación, el diferencial de vencimiento ha constituido un buen indicador de un debilitamiento inminente de la actividad económica.

Sin embargo, este diferencial no permite predecir, más o menos por la misma razón, las desaceleraciones que no tienen su causa principal en la política monetaria. Parece que un buen ejemplo es la recesión que comenzó en Estados Unidos en 1990. En esa ocasión, fue un brusco aumento del diferencial entre la deuda de empresas de elevado rendimiento y la deuda de empresas calificada de apta para la inversión el que pareció anunciar la desaceleración. Existen, de hecho, algunas pruebas de que este diferencial también ha sido un indicador útil del crecimiento del producto en el pasado más reciente. Probablemente la razón sea que puede reflejar los cambios —algunos de los cuales pueden ser provocados por la política monetaria— de las condiciones crediticias que influyen en la inversión de las pequeñas y medianas empresas. Posiblemente ese diferencial sea un indicador más útil

Es posible que los indicadores financieros sean más útiles

Diferencial de calidad



que otros diferenciales de tipos de interés, en la medida en que sus variaciones no van unidas específicamente al rumbo de la política monetaria sino que también reflejan otros factores determinantes del ciclo económico.

Tipo de cambio

Las variaciones del tipo de cambio nominal y la evolución de los precios de importación relacionada con ella, también se han utilizado en muchos países para evaluar las presiones inflacionarias. Estas variaciones ejercen un efecto directo en la inflación e influyen en la conducta de fijación de los salarios y en las variaciones de los precios de los bienes no comerciables. Sin embargo, como se ha señalado antes y también en el capítulo II, la experiencia reciente induce a pensar que la repercusión del tipo de cambio sobre la inflación ha disminuido o tarda más en dejarse sentir, lo que parece reducir la importancia potencial de este indicador para la política monetaria.

Agregados monetarios

Por último, como se ha señalado anteriormente, los agregados monetarios o crediticios han desempeñado un papel variable en la gestión de la política monetaria en los últimos treinta años. Los bancos centrales, con algunas excepciones notables, han expresado cada vez más sus dudas sobre las propiedades de estos agregados como indicadores de las variaciones a corto plazo tanto de la inflación como del producto. Al mismo tiempo, existen muchas probabilidades de que la información que transmiten varíe de un sistema financiero a otro. Por ejemplo, es probable que los agregados

monetarios amplios sean más útiles en los países en los que los bancos constituyen la principal fuente externa de financiación de la inversión. En cambio, en los países en los que las empresas se financian principalmente mediante la emisión de acciones y deuda, como Estados Unidos o el Reino Unido, es probable que tengan mayor influencia otros indicadores como los agregados crediticios amplios, los precios de las acciones y los diferenciales de riesgo. Independientemente de estas diferencias, el seguimiento de los agregados crediticios y monetarios también puede resultar ser de utilidad para evaluar las amenazas a más largo plazo para la estabilidad financiera (véase el capítulo VII).

Comunicación con los mercados financieros

El rápido desarrollo de los mercados financieros, además de ampliar la variedad de indicadores potenciales para la política monetaria, ha planteado asimismo retos de comunicación a los bancos centrales. En particular, las autoridades han hecho en general mayores esfuerzos para mostrarse transparentes con los mercados, a fin de no sorprenderlos. Por ejemplo, mientras que en la década de los ochenta algunos bancos centrales, como la Reserva Federal y el Banco de la Reserva de Australia, gestionaron la política monetaria orientando los tipos de interés a un día hacia un objetivo no revelado, actualmente los bancos centrales suelen anunciar de inmediato los cambios en su política. También suministran información más abundante y puntual sobre los motivos de esos cambios. Por otra parte, algunos bancos centrales, incluido el BCE y el Banco de Japón el año pasado, han comenzado a anunciar sus proyecciones o predicciones de la futura inflación y de otras variables.

Anuncio inmediato de los cambios de política

A pesar de esto, cabe preguntarse si no resulta posible mejorar en mayor grado la comunicación. Una cuestión controvertida es la conveniencia de que los bancos centrales preparen a los mercados para los futuros cambios en su política, bien anunciando, por ejemplo, un “sesgo” como hace el FOMC, bien suministrando otras indicaciones sobre las próximas medidas que van a adoptar o incluso publicando sus proyecciones de la evolución probable de los tipos de interés. Este enfoque permitiría posiblemente a los bancos centrales influir de forma más eficaz en los tipos de interés a más largo plazo y reforzar así la transmisión de los impulsos de la política monetaria a la economía. Sin embargo, algunos factores hacen pensar que esto podría ser más difícil y menos deseable de lo que se pensaba inicialmente.

Anuncios de posibles cambios de política en el futuro ...

En primer lugar, el tener que decidir tanto los tipos oficiales actuales como la evolución más probable de los futuros tipos de interés complica extraordinariamente el proceso de toma de decisiones y puede resultar impracticable, sobre todo si las autoridades monetarias se reúnen con cierta frecuencia. En segundo lugar, estas autoridades pueden discrepar sobre cuáles serán las decisiones que tomarán en el futuro. Muchos bancos centrales gestionan la política monetaria a través de un comité, constituido oficial u oficiosamente, que examina el estado de la economía y su probable evolución a corto plazo, y adopta posteriormente un acuerdo sobre el nivel actual de los tipos de interés, bien por medio del consenso, bien mediante

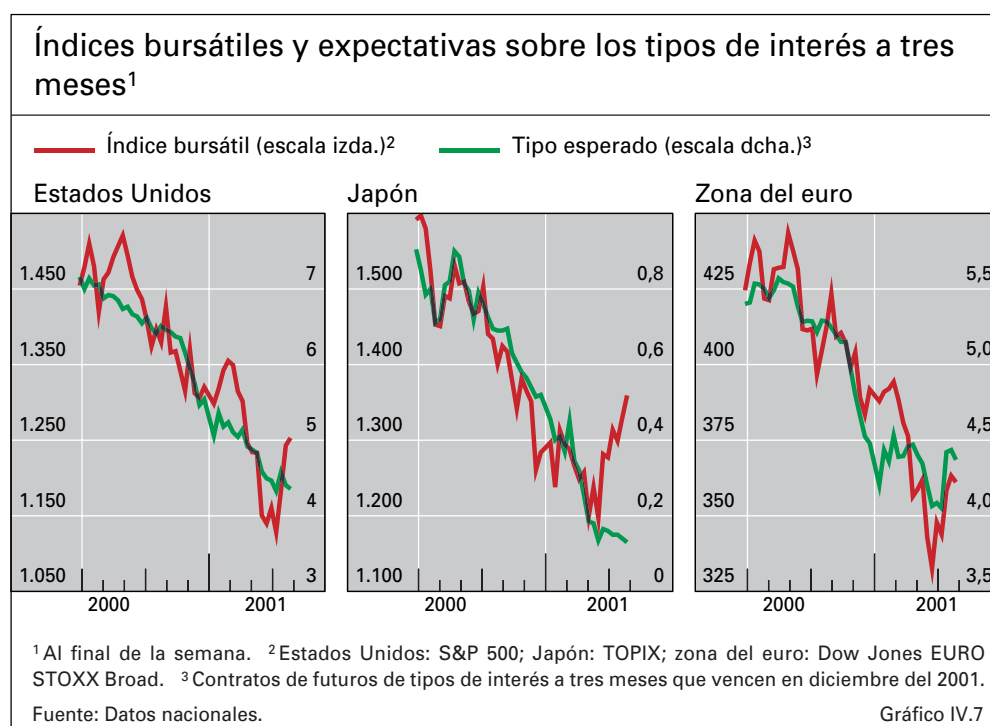
... pueden ser poco útiles ...

votación. En un sistema como el descrito, resultaría difícil adoptar una postura firme sobre los futuros cambios de los tipos de interés. En tercer lugar, un banco central podría perder credibilidad si no se atuviera a sus anuncios anteriores sobre los niveles probables de los tipos de interés en el futuro. Aunque los cambios estuvieran justificados debido a la recepción de nuevos datos, los mercados podrían hacer una interpretación diferente de la importancia del curso de los acontecimientos. Así pues, insinuar los posibles cambios en su política puede limitar innecesariamente las opciones del banco central.

... excepto, quizá, en circunstancias extraordinarias

Estas consideraciones inducen a pensar que los intentos de suministrar indicaciones precisas de los posibles cambios de política tienen poca utilidad, salvo, quizá, en circunstancias extraordinarias. Por ejemplo, podría estar indicado en situaciones en las que los tipos de interés están muy alejados de su nivel normal, como ocurrió en Estados Unidos a principios de los años noventa, en que el tipo de los fondos federales se mantuvo bajo debido a las convulsiones del sector financiero. En esas situaciones, si se ajustaran los tipos para situarlos en unos niveles más normales sin insinuar esas modificaciones a los mercados, se correría el riesgo de aumentar la inestabilidad de éstos. Sin embargo, en lugar de anunciar los posibles cambios de política monetaria, quizá fuera preferible indicar en general las condiciones que deben darse para ajustar los tipos de interés y dejar que los mercados financieros se formen sus expectativas juzgando por sí mismos si se dan o no esas condiciones. El Banco de Japón siguió de hecho esta estrategia al declarar que mantendría su política monetaria laxa adoptada en marzo del 2001 hasta que las variaciones interanuales del nivel de precios fueran nulas o positivas.

Otra cuestión importante que se plantea en relación con las estrategias de comunicación es la forma en que los bancos centrales pueden indicar a los



mercados los factores que influyen principalmente en sus decisiones cuando muchas variables cambian al mismo tiempo. Por ejemplo, los precios de las acciones suelen bajar cuando se espera que disminuya el crecimiento del producto, pero los bancos centrales suelen también reducir los tipos de interés cuando esperan una desaceleración. Es posible que los mercados interpreten erróneamente que esas medidas tienen por objeto dar un impulso a los precios de las acciones. Este riesgo aumenta si la relación entre la riqueza y la renta es alta, las acciones representan una elevada proporción de la riqueza y la actividad real representa un factor clave en las perspectivas de inflación. Este problema tiene una importancia práctica, como se observa en el gráfico IV.7, que muestra que junto con la caída sufrida el año pasado por los mercados de acciones en las tres principales economías, también disminuyeron las expectativas del mercado sobre los futuros tipos de interés a corto plazo.

Tácticas seguidas en los cambios de la política monetaria

El crecimiento de los mercados financieros también ha tenido consecuencias en las tácticas adoptadas por la política monetaria, en particular, para la elección del momento para cambiar la política monetaria. Como se ha señalado antes, en muchos bancos centrales un comité oficial de política monetaria toma las decisiones sobre los tipos de interés de acuerdo con un calendario establecido previamente. Como señaló el Banco de Canadá el año pasado, su decisión de utilizar un calendario fijo para realizar sus anuncios, ha reducido la incertidumbre de los operadores de los mercados, al no tener que temer que se cambie de política en otras fechas, salvo en circunstancias extraordinarias. Sin embargo, si se utiliza realmente un calendario fijo de reuniones, cabe preguntarse por los pros y los contras de la introducción de cambios en la política entre dos de esas reuniones, como las reducciones de los tipos de interés llevadas a cabo por la Reserva Federal a principios de enero y a mediados de abril del 2001. Aunque la necesidad de modificar los tipos de interés entre dos reuniones depende de la frecuencia con que se celebren éstas —es posible que los comités que se reúnen dos veces al mes, como en el Banco de Japón y en el BCE, apenas tengan necesidad de cambiar de política entre las reuniones— los bancos centrales siempre querrán conservar esta opción, sobre todo en el caso de perturbaciones inesperadas de los mercados financieros y que pueden alterar espectacularmente las perspectivas económicas.

La conveniencia de cambiar de política entre dos reuniones está relacionada con la cuestión más general de si los bancos centrales deben tratar de evitar el efecto sorpresa. En general, los bancos centrales deben mantener una actitud coherente a lo largo del tiempo y comunicar sus intenciones claramente para no causar sorpresas en los mercados financieros. Un cambio imprevisto de política podría acabar desestabilizando a dichos mercados si éstos creen que el banco central posee información confidencial negativa o que ha perdido el control de los acontecimientos. No obstante, pueden surgir ocasiones en las que las intenciones de los bancos centrales y las expectativas del mercado sean diametralmente opuestas. Resulta evidente

Anuncios de la política en fechas fijas

Preocupación por las consecuencias de sorprender a los mercados

que, un banco central no debe abstenerse de adoptar la política que considere oportuna simplemente porque no es la esperada por los mercados financieros, pero este hecho puede ser importante para la elección de la táctica. Por una parte, a veces puede resultar conveniente que los bancos centrales adopten medidas firmes para dejar bien claras sus intenciones y no dar la impresión de ser un rehén sujeto a las opiniones de los mercados. Por otra, el temor antes mencionado de desestabilizar a éstos implica que podría ser deseable que los bancos centrales sólo introdujeran gradualmente los cambios deseados en los tipos de interés.

Una cuestión estrechamente relacionada con ésta es la conveniencia de que los bancos centrales suavicen por normal el impacto de las modificaciones de los tipos de interés. Un banco central suaviza este impacto si en respuesta a los nuevos datos recibidos, escalona las modificaciones de tipo de interés a lo largo del tiempo. Por lo tanto, en este caso sería de esperar una serie de pequeñas modificaciones en el mismo sentido en lugar de una única variación de gran magnitud. Existen, en realidad, pruebas circunstanciales de que los bancos centrales utilizan de hecho esta práctica (cuadro IV.1). Sin embargo, el comportamiento observado podría deberse a cambios graduales de opinión del banco central sobre el estado de la economía más que a un cambio deliberadamente gradual del propio instrumento de política monetaria.

Un argumento a favor de escalonar las modificaciones de los tipos de interés a lo largo del tiempo es que los cambios de política producen mayores efectos en las variables financieras y en la demanda agregada si se espera que continúen en la misma dirección. El hecho de suavizar el impacto de sus

Evidencia de tácticas gradualistas con los tipos de interés

Argumentos a favor ...

Periodicidad de las reuniones y modificaciones de los tipos de interés				
	Periodicidad de las reuniones del comité de política ¹	Magnitud media de las modificaciones del tipo oficial ² ocurridas entre dos cambios de orientación	Número medio de modificaciones del tipo oficial ocurridas entre cambios de orientación	Número medio de semanas entre cambios de orientación del tipo oficial
Australia	mensualmente	3,5	5,6	111
Canadá	8 veces al año	2,1	6,7	52
Estados Unidos	8 veces al año	2,0	6,0	84
Japón ³	quincenalmente	.	.	.
Reino Unido	mensualmente	2,0	4,8	65
Suecia	mensualmente	1,6	8,5	60
Zona del euro	quincenalmente	1,5	3,0	39
<i>Alemania</i>	<i>quincenalmente</i>	<i>0,4</i>	<i>4,9</i>	<i>20</i>

Nota: Australia: tipo al contado (1990–2001); Canadá: límite superior de la banda de control (1994–2001); Estados Unidos: tipo objetivo de los fondos federales (1990–2001); Japón: dinero a la vista a un día (sin garantía, 1990–2001); Reino Unido: tipo de recompra (1990–2001); Suecia: tipo de recompra (1994–2001); zona del euro: tipo de las facilidades permanentes (1999–2001); Alemania, tipo de recompra (1990–98).

¹ Práctica actual. ² En puntos porcentuales. ³ Durante el periodo comprendido entre marzo de 1991 y agosto del 2000 no hubo cambios de orientación de la política.

Cuadro IV.1

decisiones puede aumentar, pues, la eficacia de la política monetaria, permitiendo al banco central producir el efecto deseado en la demanda y reducir, al mismo tiempo, la volatilidad de los tipos de interés. El segundo argumento a favor es que resulta más fácil para los operadores averiguar cómo responden los bancos centrales a las noticias recibidas. Cuando se introducen cambios de dirección inesperados y de gran magnitud en los tipos de interés, resulta difícil para los observadores saber qué información influye más en la orientación general de la política. El tercer argumento, relacionado además con el anterior a favor de la suavización, es que ésta puede evitar a su vez una pérdida de credibilidad del banco central si los mercados interpretan que sus frecuentes cambios de dirección revela una falta de confianza de las autoridades o de coherencia en la elaboración de su política. Sin embargo, también hay un argumento en contra de la suavización de los tipos de interés. Si los bancos centrales exageran en sus cálculos la necesidad de fijar gradualmente la política monetaria, es posible que tarden en introducir cambios justificados, lo cual puede acentuar, a su vez, las fluctuaciones de la inflación o de la producción.

... y en contra de cambios graduales

El crecimiento de los mercados financieros también significa que su situación puede tener más influencia en la elección del momento para cambiar la política monetaria. Por ejemplo, cuando la liquidez del mercado resulta limitada (por ejemplo, a fines de año o en los casos especiales, como el paso al año 2000), es posible que los bancos centrales se abstengan de modificar los tipos de interés para evitar una brusca reacción del mercado. Otro ejemplo son los episodios de convulsiones del mercado. En esos casos, los bancos centrales deben valorar la importancia de la perturbación, sobre todo en relación con las posibles consecuencias para la economía real. Si los bancos centrales deciden tomar medidas, la intervención puede ir desde suministrar liquidez de forma selectiva hasta bajar los tipos de interés, como hizo la Reserva Federal tras la caída del mercado bursátil en 1987 y durante el episodio de mayor inestabilidad de los mercados después de la moratoria de la deuda rusa de 1998. Por muy bienvenidas que sean, esas medidas traen consigo el riesgo de ser interpretadas erróneamente como una indicación de que las autoridades monetarias responden al nivel de precios de los activos, que también tienden a bajar en periodos de tensiones.

La situación del mercado y la elección del momento para cambiar de política

V. Los mercados de divisas

Aspectos más destacados

Una de las características más destacadas que presentaron los mercados de divisas en el 2000 fue la persistente fortaleza del dólar de Estados Unidos respecto de la mayoría de las monedas, y particularmente en relación con el euro. La relativa estabilidad del yen, que se mantuvo en el nivel sorprendentemente alto alcanzado el año pasado frente al dólar, y la debilidad general del euro fueron una prolongación de las tendencias iniciadas en 1999. En los últimos trimestres, la depreciación del yen y una ligera recuperación del euro han supuesto una inversión parcial de estos patrones anteriores.

Parece que las fluctuaciones de las principales monedas obedecieron sobre todo a las diferencias de crecimiento previstas y a los movimientos de inversión de cartera y de inversión extranjera directa (IED). Las intervenciones oficiales en el mercado de divisas llevadas a cabo durante el otoño dieron cierto impulso al euro. El nuevo fortalecimiento del dólar frente al euro a principios del 2001 resultó especialmente sorprendente, teniendo en cuenta la desaceleración inesperadamente brusca de Estados Unidos y la consiguiente relajación de la política monetaria de este país, y pareció reflejar unas expectativas del mercado muy arraigadas sobre las perspectivas de crecimiento a medio plazo de las dos zonas económicas. De hecho, en marcado contraste con lo observado en los años ochenta y durante la mayor parte de los noventa, parece que los diferenciales de tipos de interés influyeron en los tipos de cambio principalmente a través de su efecto en las expectativas sobre el crecimiento.

La magnitud de las fluctuaciones de otros tipos de cambio también fue en cierto modo excepcional, en comparación con las pautas históricas. El dólar australiano y el dólar neozelandés cayeron hasta alcanzar mínimos históricos y el dólar canadiense se depreció considerablemente. El franco suizo se alejó asimismo de su pauta anterior, reforzándose frente al euro cuando éste se depreció frente al dólar de Estados Unidos.

Tras un periodo de relativa estabilidad en 1999, las monedas de algunos mercados emergentes comenzaron a debilitarse frente al dólar durante el 2000, en un contexto de desaceleración de la demanda mundial y de descenso de los precios de las acciones en Estados Unidos. No obstante, a pesar de algunos episodios aislados de tensiones, los mercados de divisas se mantuvieron, por lo general, en calma.

La actividad de los mercados de divisas a escala mundial permaneció en niveles muy inferiores a los registrados en 1998. Al mismo tiempo, los diferenciales entre el precio de compra y el de venta de los pares de las principales monedas se mantuvieron bajos. Aunque la volatilidad a corto plazo aumentó en algunos segmentos del mercado, la liquidez global no empeoró al parecer en términos generales.

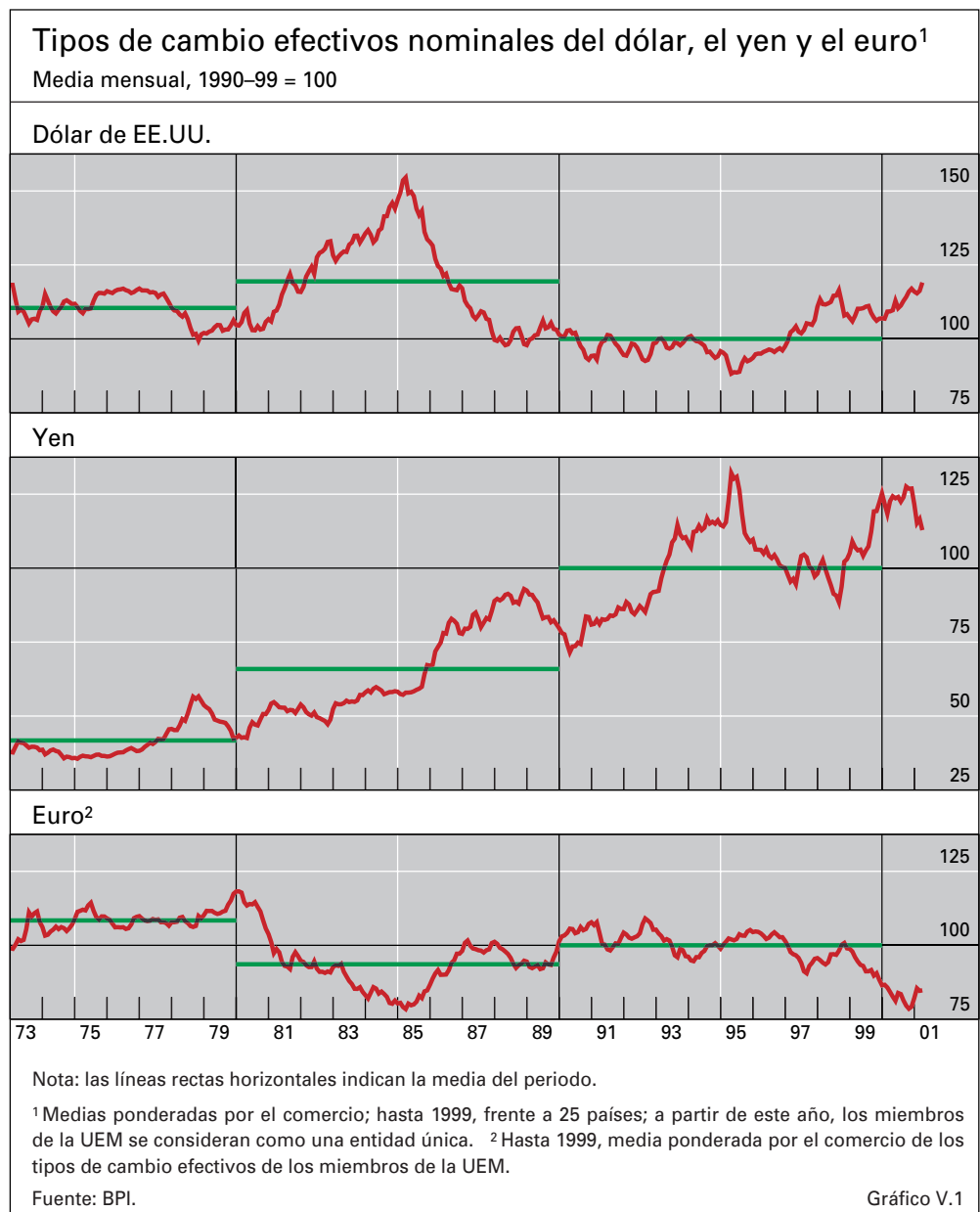
El dólar, el yen y el euro

Acontecimientos clave y perspectivas de largo plazo

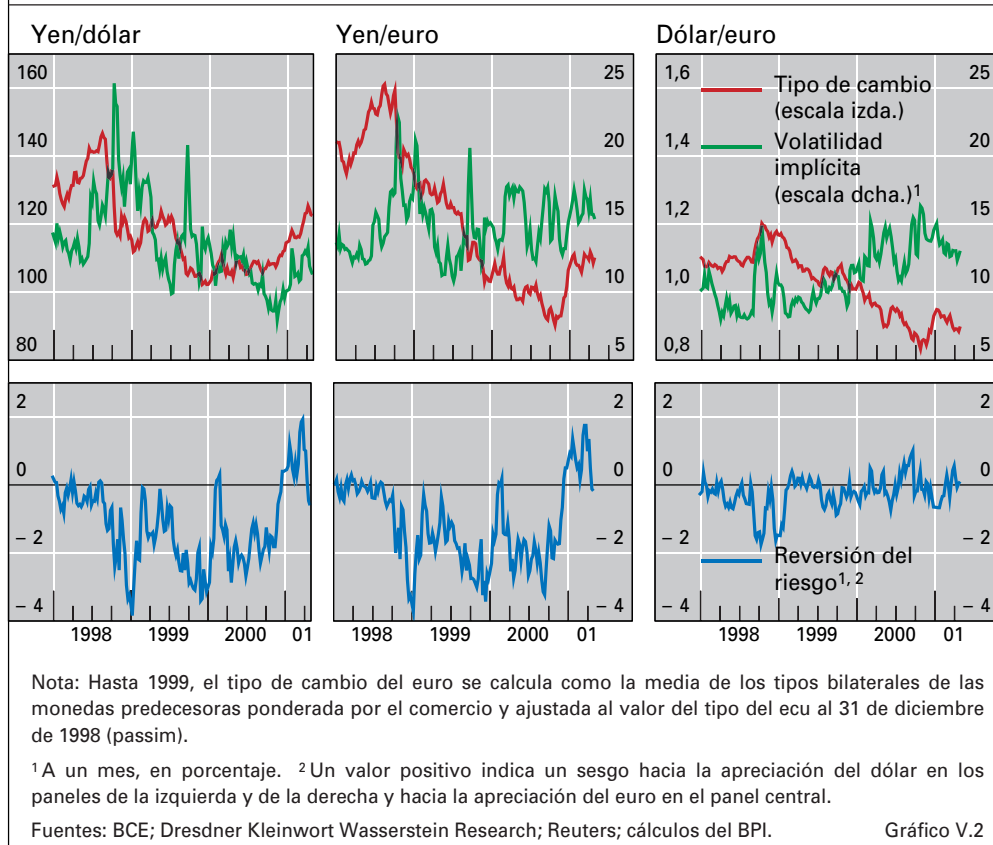
Durante el 2000 y a principios del 2001, el tipo de cambio efectivo nominal del dólar se apreció alrededor de un 11% alcanzando un nivel registrado por última vez en 1986 (gráfico V.1), mientras que, por el contrario, el del euro cayó un 4% hasta un mínimo histórico, un 16% inferior a la media del euro “sintético” de los años noventa. El yen se mantuvo estable en términos efectivos entre enero y noviembre del 2000, pero a principios de abril del 2001 se había depreciado un 13%.

El periodo examinado se caracterizó por una permanente fortaleza del dólar frente al euro y, en menor medida, frente al yen. La tendencia del dólar a apreciarse frente al euro continuó, a pesar de los breves episodios de recuperación de esta moneda en el periodo de mayo–junio del 2000 y noviembre del 2000–enero del 2001 (gráfico V.2). El euro alcanzó su nivel

Persistente
fortaleza del dólar



Tipos de cambio, volatilidad implícita y reversión del riesgo del dólar, el yen y el euro

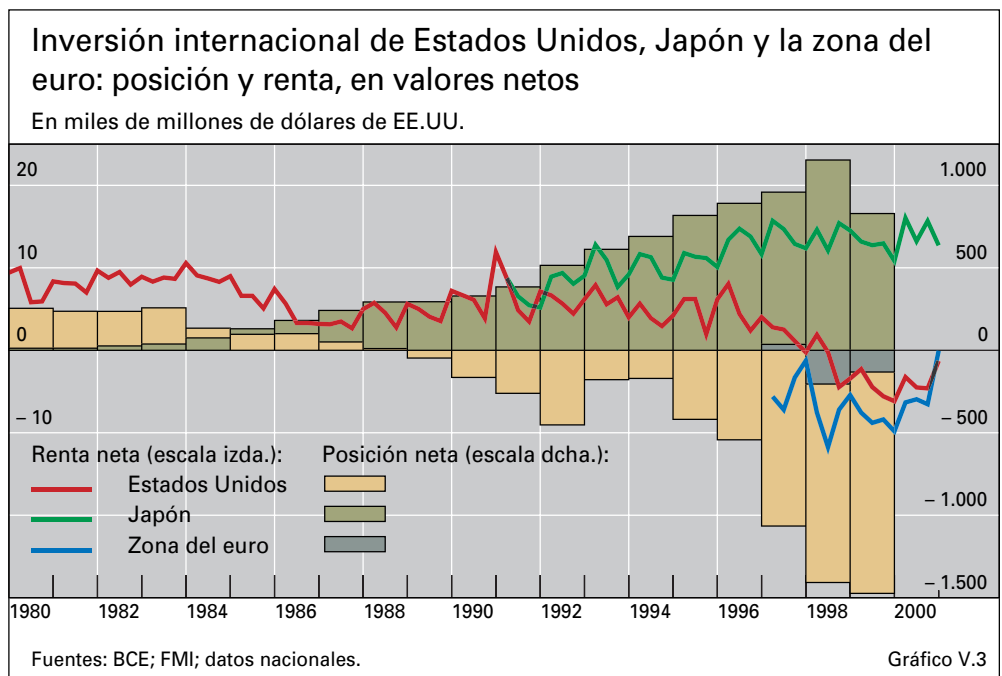


mínimo, cotizándose a 0,82 dólares, en octubre, lo que significa una caída del 19% desde enero del 2000 y del 30% desde su introducción en enero de 1999. Si se toma como referencia un euro "sintético", este nivel no se había registrado desde finales de 1985. La magnitud de la depreciación experimentada por el euro en el 2000 fue desusada y sólo ha sido superada por la que sufrió el marco alemán en 1981 y en 1985–86, dos periodos de extraordinaria fortaleza del dólar. Frente al yen, el dólar, tras apreciarse ligeramente a principios del 2000, se mantuvo estable durante la mayor parte del año y fluctuó en una banda excepcionalmente estrecha de 105–110 ¥. Sin embargo, en noviembre, el yen comenzó a debilitarse y en abril del 2001 había perdido casi un 15% frente al dólar.

En relación con el yen, el euro alcanzó un mínimo histórico de 89 ¥ a finales de octubre, lo que representa una caída del 14% desde enero del 2000 y del 33% desde enero de 1999. Entre noviembre del 2000 y principios de abril del 2001, no obstante, el yen se depreció frente al euro un 21%.

Esta configuración de las fluctuaciones de los tipos de cambio se ha dejado sentir en los resultados del crecimiento, así como en sus perspectivas, en las principales regiones del mundo. La fortaleza del dólar en términos efectivos contribuyó a desplazar la demanda agregada mundial de Estados Unidos hacia otras economías que presentaban una demanda menos dinámica, como la zona del euro, al tiempo que ejerció cierto grado de presión adicional sobre algunos países cuyas monedas estaban firmemente

Efectos a corto
plazo ...



vinculadas al dólar, como Argentina. La caída del yen en términos efectivos registrada desde noviembre del 2000 podría resultar beneficiosa para la vacilante recuperación de Japón y poner fin a un largo periodo en el que la moneda, ha resultado ineficaz para favorecer a las exportaciones del país, o, incluso, las ha obstaculizado. Aun así, una nueva depreciación del yen, dependiendo de su magnitud, podría causar dificultades a los exportadores en la región asiática, quienes han acusado ya la disminución de la demanda en Estados Unidos. En el supuesto de que la desaceleración económica de Estados Unidos afectara al dólar, el margen de maniobra del sistema vendría dado principalmente por el tipo de cambio del euro, cuya apreciación sería absorbida con más facilidad, en razón de la mayor solidez del crecimiento europeo en términos relativos.

La pauta actual de los tipos de cambio y de los tipos de interés de las principales zonas monetarias puede también tener consecuencias para posibles perturbaciones financieras causadas por determinadas estrategias de los operadores. En particular, si se extiende el convencimiento de que el yen tiene escasas o nulas probabilidades de fortalecerse en un futuro inmediato, los inversionistas podrían considerar rentable acumular posiciones cortas en yenes en el marco de operaciones especulativas (*yen carry trades*). De hecho, algunos datos parecen indicar que esas operaciones han venido aumentando desde el otoño del 2000 y podrían contribuir, además, a la acumulación de presiones sobre las monedas de las economías de mercado emergentes que tienen un sistema de tipo de cambio relativamente rígido. Las grandes fluctuaciones del tipo de cambio entre el dólar y el yen registradas en el otoño de 1998 mostraron que, en algunos casos, pueden provocar incluso bruscos aumentos de la volatilidad a corto plazo en los principales mercados de divisas.

En una perspectiva de más largo plazo, volvió a plantearse la cuestión de la viabilidad de los niveles actuales de los tipos de cambio, ya que en el 2000

... y perspectivas de largo plazo

el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos alcanzó la cifra histórica de 435.400 millones de dólares (o sea, el 4,4% del PIB), lo que supuso un incremento adicional de la deuda externa de este país (gráfico V.3).

Uno de los métodos empleados para evaluar la adecuación a más largo plazo de los niveles de los tipos de cambio consiste en estimar modelos de los tipos de cambio de equilibrio fundamental, que se basan en los niveles de los tipos de cambio reales que son compatibles con una relación estable entre la deuda externa y el producto potencial a largo plazo. Aunque las estimaciones de los tipos de cambio de equilibrio fundamental varían significativamente de unos estudios empíricos a otros y, generalmente, resultan sumamente inciertas desde el punto de vista estadístico, tienden a confirmar la opinión de que el nivel actual del dólar es superior a su valor de equilibrio a largo plazo frente al euro y, en menor medida, frente al yen. Sin embargo, también debe tenerse presente que la renta neta generada por la inversión internacional de Estados Unidos no se tornó negativa hasta 1998. Desde ese momento su proporción respecto del total de las exportaciones netas se ha mantenido estable y es extraordinariamente reducida en comparación con el producto de este país. Por otra parte, aunque las reservas oficiales de dólares continuaron aumentando durante el 2000 y a principios del 2001, su incremento financió en el 2000 una menor proporción del déficit de Estados Unidos que en 1999, puesto que disminuyó desde el 42% al 30% (cuadro V.1). Los movimientos de inversión de cartera y de IED continuaron siendo considerables y cubrieron el 78% (1999: 64%) y el 36% (1999: 38%) del déficit, respectivamente.

Reservas oficiales de divisas					
	1997	1998	1999	2000	Cantidades existentes a finales del 2000
en miles de millones de dólares de EE.UU.					
	Variaciones a los tipos de cambio vigentes				
Total	56,1	55,9	129,6	139,5	1.908,7
Países industrializados	-12,0	-11,3	40,7	54,5	774,8
Asia ¹	8,5	62,2	79,1	46,4	688,4
América Latina ²	10,9	- 8,3	-8,0	2,4	127,6
Europa Oriental ³	4,9	5,1	0,6	21,2	95,2
Otros países	43,8	8,2	17,2	15,0	222,7
	Variaciones a tipos de cambio constantes ⁴				
Total	113,5	18,6	181,0	172,1	1.908,7
Reservas en dólares	72,5	51,3	140,3	130,3	1.450,5
Reservas en otras monedas	41,0	-32,7	40,7	41,8	458,2

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

Fuentes: FMI; datos nacionales; estimaciones del BPI. Cuadro V.1

Factores determinantes de las fluctuaciones de los tipos de cambio

Las variaciones de los tipos de cambios resultan muy difíciles de explicar y las tres monedas más negociadas durante el periodo examinado no constituyeron una excepción. En particular, una de las dificultades estriba en encontrar argumentos que sean válidos simultáneamente para todos los pares de monedas.

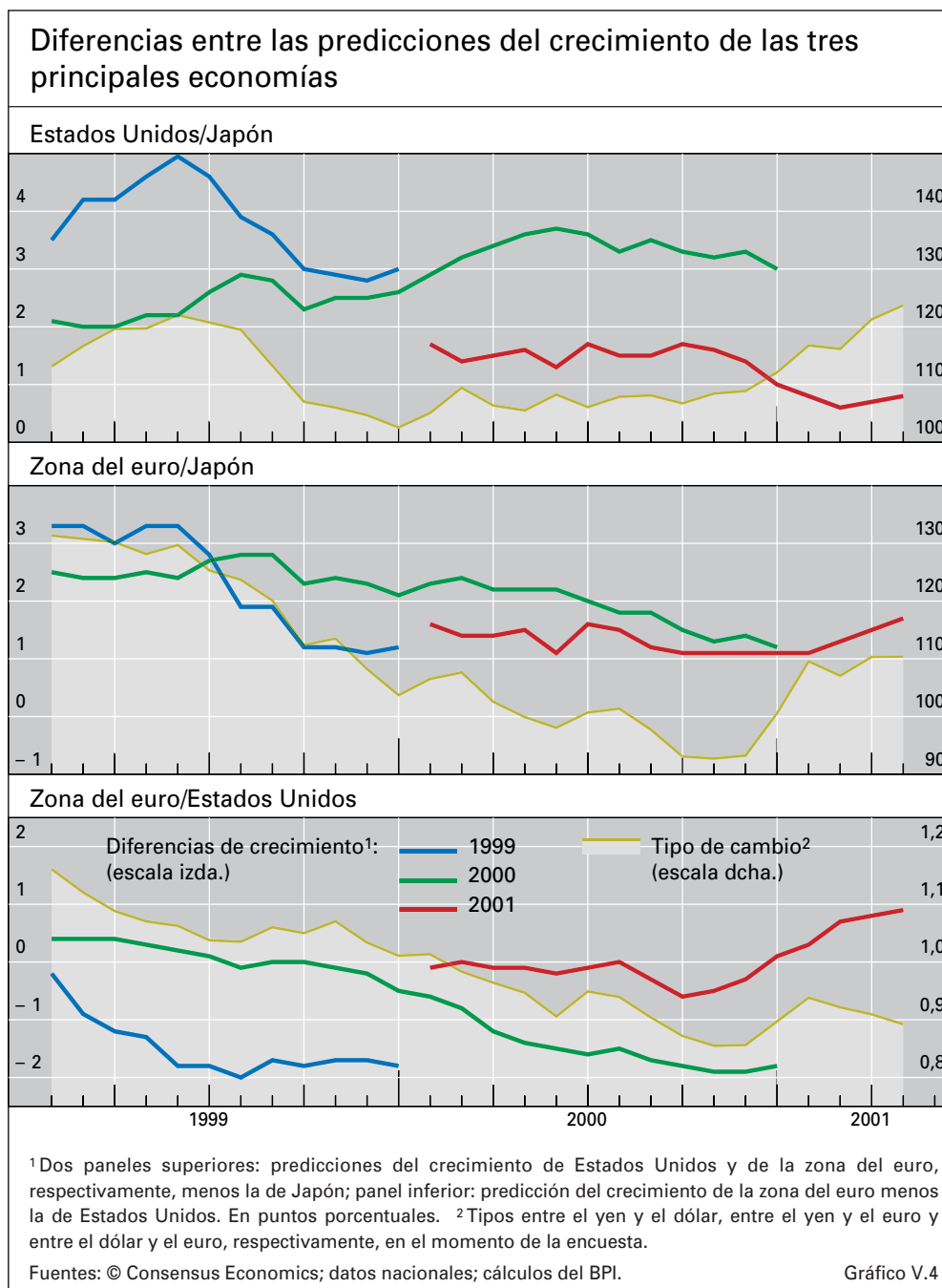
Es posible que la persistente fortaleza del dólar frente al euro y, en menor medida, frente al yen se debiera a la convicción de que la economía de Estados Unidos, impulsada por el aumento del crecimiento de la productividad, continuaría expandiéndose a medio plazo a un ritmo considerablemente más rápido que en las demás grandes zonas monetarias. Las continuas entradas de capital en forma de participaciones accionarias, especialmente de IED, confirman esta hipótesis. La caída que experimentaron los precios de las acciones en el mercado bursátil de Estados Unidos durante todo el año y que se extendió a otros países no pareció afectar a esta convicción, salvo quizá temporalmente, ni tampoco influyeron en ella los indicios de una brusca desaceleración de la economía estadounidense, lo que concuerda con la opinión de que sería breve o repercutiría fuera del país con más intensidad de lo previsto en la mayoría de las predicciones. El papel del dólar como moneda de refugio por excelencia podría respaldar este segundo argumento.

No obstante, siguiendo el mismo razonamiento, la fortaleza relativa del yen frente al euro resulta más difícil de explicar, sobre todo desde una perspectiva a más largo plazo. En este caso, habría que dar más peso al carácter fluctuante de las perspectivas de recuperación de la economía japonesa el año pasado. El debilitamiento que experimentó el yen frente al resto de las principales monedas desde noviembre del 2000 indicaría, pues, una corrección muy esperada y acorde con los resultados económicos relativamente insatisfactorios de Japón. El análisis más detenido de los datos existentes basados en las predicciones sobre el crecimiento a corto plazo, los movimientos de capitales y la respuesta de los mercados de divisas a las noticias puede contribuir a un mejor entendimiento de estas interrelaciones.

La evolución de las distintas revisiones de las predicciones a uno o dos años sobre las diferencias de crecimiento de las tres principales zonas monetarias concuerda, en general, con las variaciones de los tipos de cambio, al menos hasta finales del 2000 (gráfico V.4). La apreciación que experimentó el dólar frente al euro durante la mayor parte del 2000 parece haberse visto reforzada por las revisiones realizadas por los operadores de las predicciones a uno o dos años sobre las diferencias de crecimiento en favor de Estados Unidos. Asimismo, el fortalecimiento del yen frente al euro registrado durante la mayor parte del año pasado coincide con una reducción de las diferencias previstas de crecimiento entre la zona del euro y Japón, motivada por una mejora temporal de las perspectivas de la economía japonesa. Por otra parte, la estabilidad del dólar frente al yen observada en los tres primeros trimestres del año concuerda con las expectativas de que las diferencias de crecimiento entre Japón y Estados Unidos se mantendrían constantes en buena medida.

Las perspectivas de crecimiento a medio plazo sustentaron la fortaleza del dólar ...

... pero no la fortaleza del yen

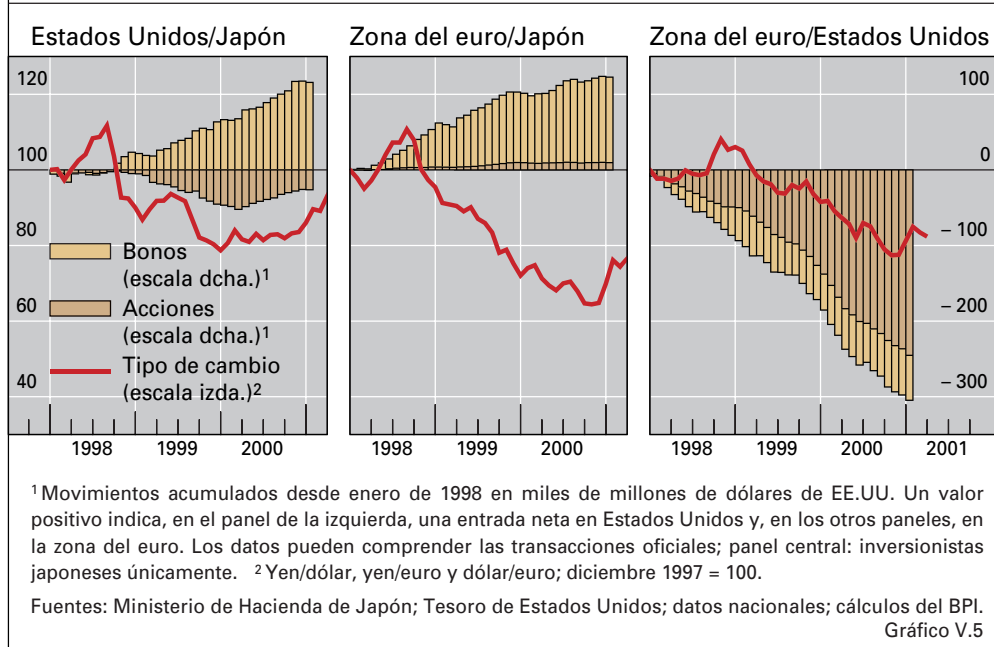


Algunos enigmas

Sin embargo, partiendo de esta premisa, la fortaleza posterior del dólar resulta en cierto modo inexplicable. A partir de noviembre, el dólar se apreció frente al yen pese a que se esperaba que las sendas de crecimiento de la economía americana y la japonesa convergieran. Además, la apreciación del dólar frente al euro observada en el primer trimestre del 2001 es incoherente con algunas indicaciones según las cuales los operadores esperaban un mayor ritmo de crecimiento en la zona del euro que en Estados Unidos durante el año.

La persistente fortaleza del dólar podría explicarse con argumentos lógicos si las perspectivas relativas de crecimiento a medio plazo de Estados Unidos no se hubiesen visto afectadas por la brusca desaceleración de la economía. Durante el 2000, estas opiniones y las expectativas sobre las tasas

Movimientos acumulados de inversión de cartera entre las tres principales economías



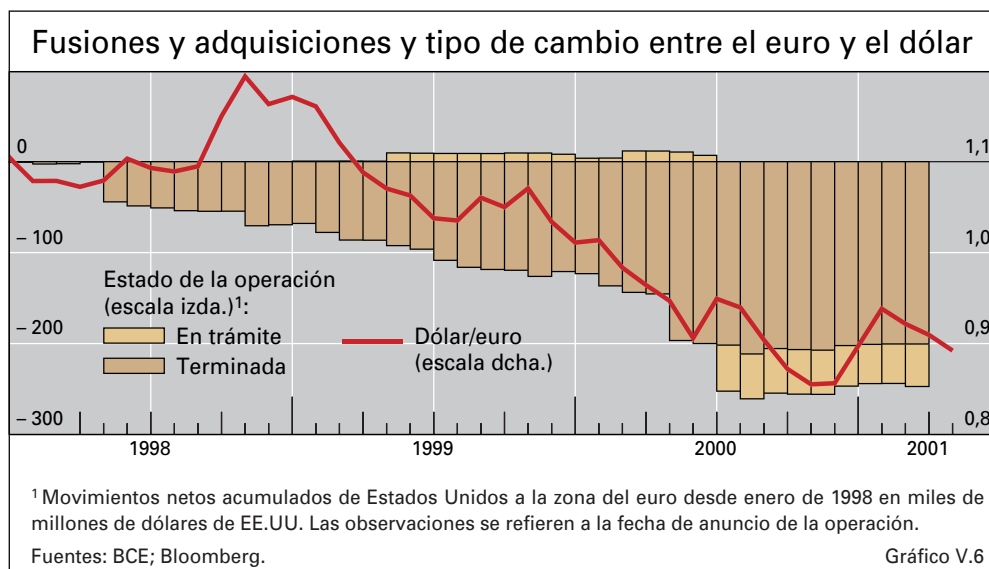
de rendimiento de los activos estadounidenses de la “nueva era” posiblemente contribuyeron al pronunciado aumento de las entradas netas de inversión de cartera, principalmente en acciones, procedentes de la zona del euro (gráfico V.5). En concreto, las entradas netas de acciones en Estados Unidos procedentes de la zona del euro alcanzaron los 110.000 millones de dólares en el 2000, mientras que los movimientos de bonos sólo fueron de 16.000 millones. Estos flujos tendieron a disminuir a finales de año, pero continuaron siendo positivos.

Quizá sea más esclarecedor el hecho de que esas mismas expectativas continuaran impulsando aparentemente los grandes movimientos de IED, generados sobre todo por fusiones y adquisiciones transatlánticas durante todo el 2000, aun a pesar de que su ritmo se desaceleró en comparación con 1999 (gráfico V.6). Bien es verdad que resulta difícil extraer conclusiones sobre la relación causal entre las fusiones y adquisiciones y las variaciones de los tipos de cambio sin disponer de información detallada sobre su financiación y sobre la cronología de los flujos de fondos correspondientes. Aun así, existen pruebas estadísticas de que, por norma general, el dólar se apreció frente al euro los días en los que se anunciaron grandes adquisiciones de empresas estadounidenses por parte de empresas de la zona del euro. Por otra parte, la tendencia de las fusiones y adquisiciones guardó una clara relación con el comportamiento del tipo de cambio y podría ser una indicación del atractivo a medio plazo, en general, de los activos en dólares. Sin embargo, en este contexto, las continuas salidas de inversión de cartera y de IED de Japón a la zona del euro ponen de relieve la anormal fortaleza relativa que mostró el yen durante buena parte del periodo examinado.

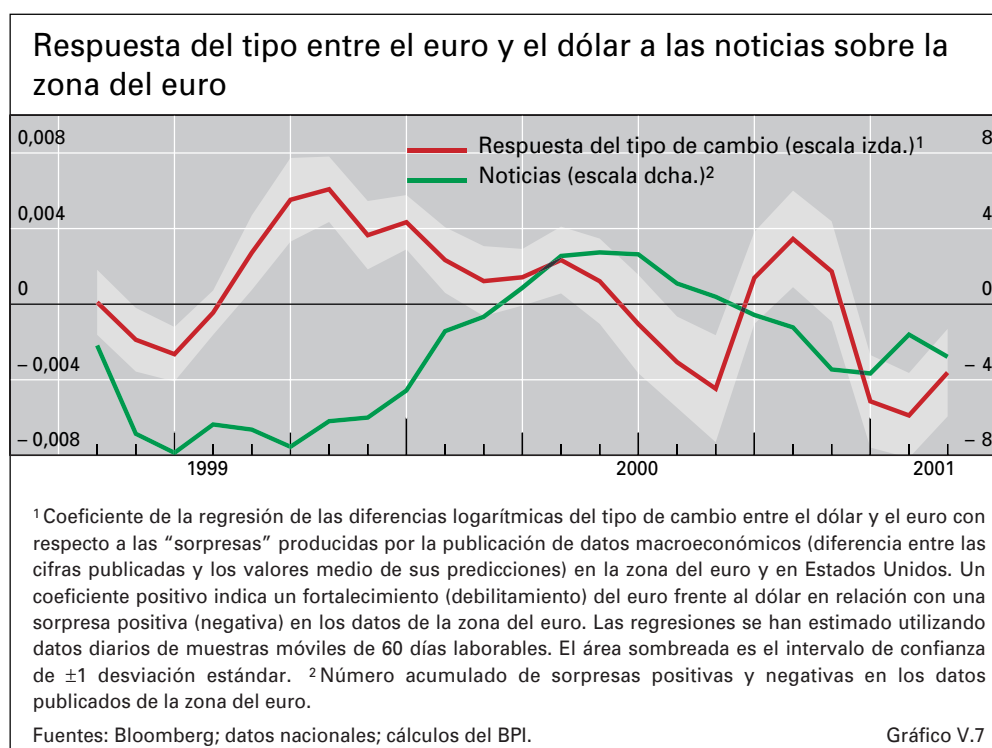
La reacción asimétrica del euro a las “noticias” sobre los indicadores macroeconómicos de la zona del euro desde la creación de la nueva moneda

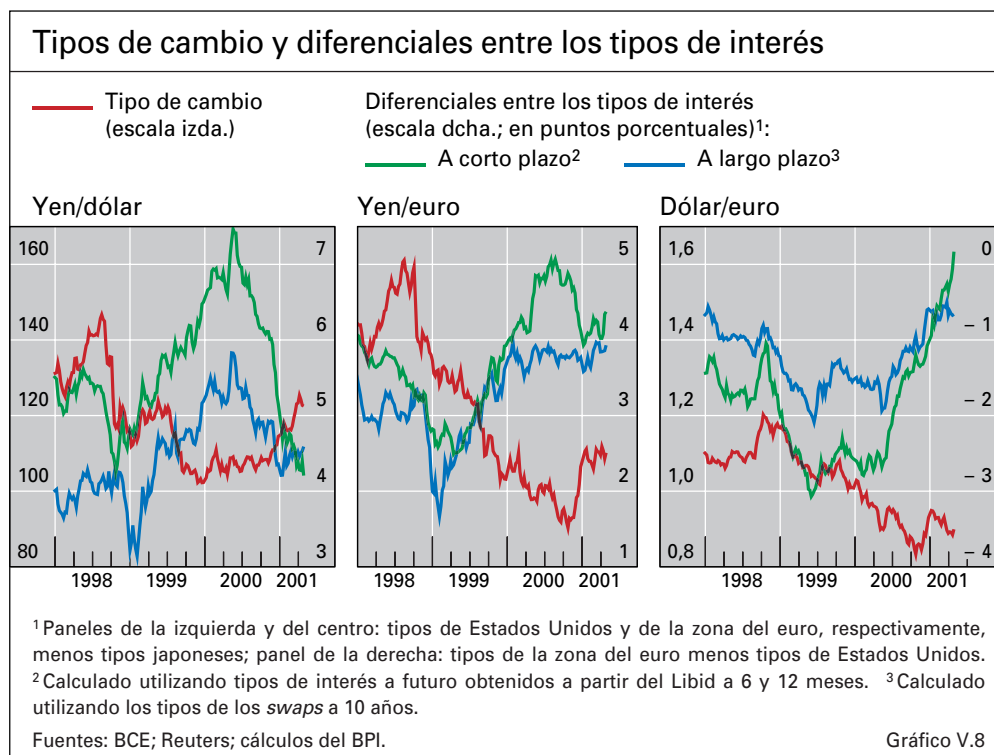
Los movimientos de inversión de cartera y de IED favorecieron al dólar frente al euro

Reacción asimétrica del euro a las noticias



también sirve para ilustrar la importancia de las perspectivas de crecimiento a medio plazo relacionadas con percepciones arraigadas sobre los paradigmas económicos. Las regresiones móviles de las variaciones porcentuales diarias del tipo de cambio del euro frente al dólar relacionadas con las “sorpresas” producidas por la publicación de datos clave de la zona del euro, como el índice IFO o las cifras de producción industrial de Alemania, demuestran esta asimetría. Durante la mayor parte de 1999, el euro se depreció tras la publicación de datos decepcionantes en general para la zona del euro (gráfico V.7). En cambio, la moneda no reaccionó en consecuencia cuando la información procedente de la zona del euro anunciaba perspectivas más favorables a finales de 1999 y a principios del 2000. Esta asimetría parece





indicar una pertinaz opinión negativa del mercado sobre la moneda europea. Los operadores explican mayoritariamente este fenómeno argumentando la persistencia del retraso de los ajustes estructurales en Europa Continental, a pesar de los progresos realizados para resolver este problema (véase el capítulo II).

Un corolario de la influencia de las perspectivas de crecimiento en las variaciones de los tipos de cambio es la relación aparentemente enigmática entre los diferenciales de tipos de interés a corto plazo y los tipos de cambio. En el 2000 y a principios del 2001, la considerable reducción de los diferenciales entre los tipos de interés a corto plazo que favoreció a Estados Unidos, en comparación con la zona del euro, coincidió con una tendencia del euro a depreciarse (gráfico V.8). En la medida en que los operadores consideren que la inflación está controlada, esa reducción tenderá a estar relacionada positivamente con las perspectivas de crecimiento y, por lo tanto, con el rendimiento de las inversiones que no entran en la categoría de bonos del Estado o instrumentos del mercado monetario. En conjunto, es posible que los operadores consideraran que la orientación de la política monetaria del Eurosistema resultaba excesivamente restrictiva, en el sentido de que podía influir negativamente en las perspectivas de crecimiento de la zona del euro. El comportamiento divergente de los diferenciales de tipos de interés a largo plazo y de los tipos de cambio concuerda con la idea de que los mercados creían que la inflación estaba controlada (véase el capítulo IV). Asimismo, la creciente importancia de los movimientos transfronterizos de acciones, en forma de movimientos de inversión de cartera o de IED, en relación con las inversiones en bonos, respalda por su parte esta explicación general de los acontecimientos.

Divergencia de las variaciones de los tipos de interés y los tipos de cambio

Intervención en el mercado euro/dólar

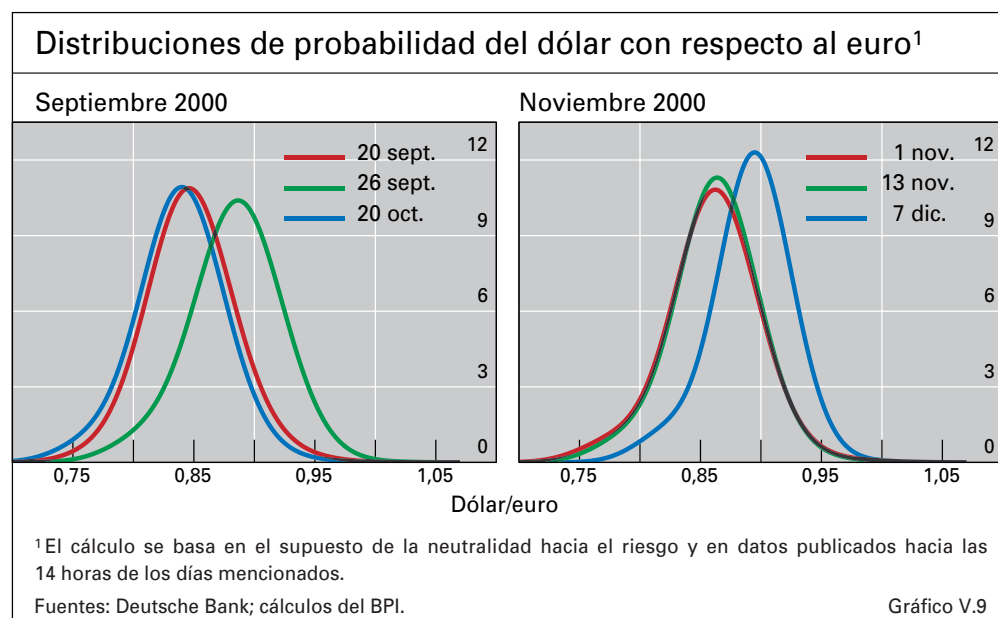
Durante el segundo semestre del 2000, el BCE y los bancos centrales nacionales del Eurosistema intervinieron en varias ocasiones en los mercados de divisas ante el prolongado debilitamiento del euro frente al dólar y sus consecuencias para la inflación a medio plazo. El 22 de septiembre, actuaron conjuntamente con otras autoridades monetarias del G-7. Los días 3, 6 y 9 de noviembre, el BCE anunció de nuevo que había intervenido en coordinación con los bancos centrales nacionales del Eurosistema para comprar euros.

La intervención de septiembre tuvo menos repercusión ...

La primera fase de intervenciones pone de relieve las dificultades que pueden experimentar los bancos centrales al tratar de influir sobre el nivel de un tipo de cambio en claro descenso, en un momento en que los mercados conceden más importancia a una excesiva debilidad de un tipo de cambio que a su excesiva fortaleza. La información basada en los precios de las opciones induce a pensar que, tras la intervención de septiembre, los operadores no modificaron permanentemente sus expectativas sobre los futuros niveles del tipo de cambio ni tampoco alteraron su valoración del equilibrio entre los riesgos de un euro mucho más fuerte y de un euro mucho más débil (gráfico V.9). En consonancia con estos datos, el euro reanudó su tendencia descendente en relación con el dólar.

... que la de noviembre

En cambio, la segunda serie de intervenciones parece que tuvo en conjunto mejores resultados. Una vez recuperado el euro con respecto al mínimo tras las tres intervenciones realizadas a principios de noviembre, los operadores parecían temer más un exceso de fortaleza que un exceso de debilidad del euro. Aunque este cambio de opinión del mercado tardó varios días en manifestarse, como lo demuestra la cauta evolución de la moneda tras las intervenciones, pareció indicar que estas intervenciones del Eurosistema apoyaron en cierta medida al euro.



Evolución de otros mercados de divisas

Las monedas europeas

La libra esterlina continuó en una senda intermedia entre el dólar y el euro. Mientras que en 1999 se mantuvo relativamente estable frente al dólar, entre enero y mediados de septiembre del 2000 se depreció alrededor de un 15%, aunque más tarde se recuperó ligeramente. Frente al euro, su tendencia a reforzarse observada durante 1999 se detuvo en abril del 2000, dejando paso a amplias fluctuaciones (gráfico V.10). Las variaciones de la libra con respecto al dólar y al euro fueron acordes, en general, con las revisiones de las predicciones del mercado sobre los diferenciales de crecimiento durante la mayor parte del 2000, si bien no tanto a principios del 2001. Al igual que ocurrió con las tres principales monedas, no parece que su comportamiento se viera influido significativamente por la evolución de los diferenciales de tipos de interés a corto y a largo plazo.

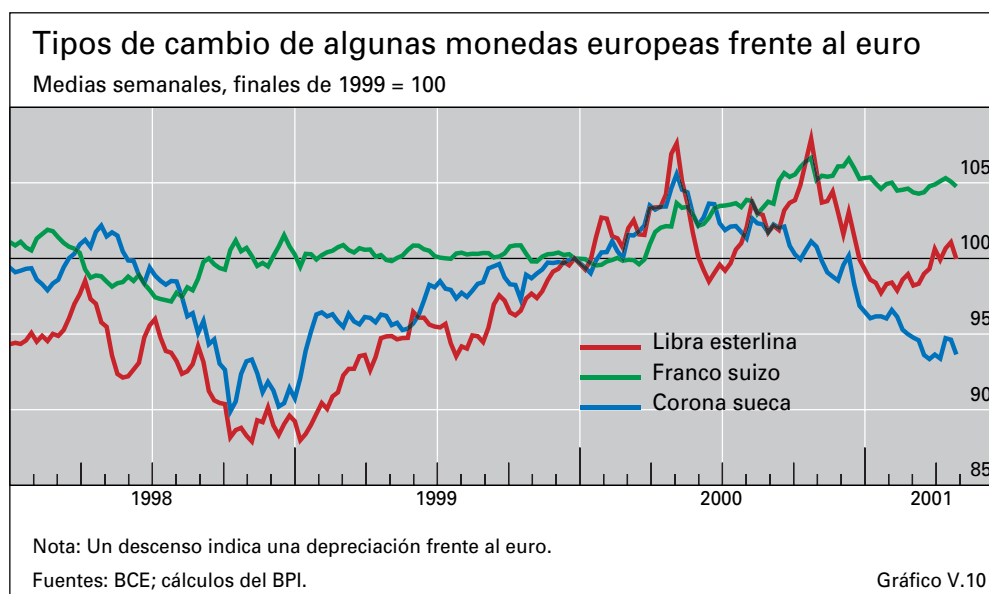
Hasta mayo del 2000, la corona sueca siguió a la libra en su tendencia a apreciarse frente al euro. Sin embargo, desde ese momento hasta mediados de abril del 2001, se depreció ininterrumpidamente perdiendo alrededor de un 12% frente al euro, a pesar de que la economía sueca estaba obteniendo mejores resultados que la de la zona del euro en su conjunto. La debilidad de la corona se ha atribuido principalmente a la caída simultánea del Nasdaq. En particular, los operadores atribuyeron gran importancia a la posición dominante del sector de alta tecnología en Suecia, en el que la principal empresa de electrónica representa el 15% de las exportaciones totales y medio punto porcentual de la actual tasa de crecimiento del país. Desde 1999, las variaciones porcentuales diarias del tipo de cambio nominal efectivo de la corona han constituido, en promedio, casi la mitad de las variaciones porcentuales diarias del Nasdaq.

A finales de marzo del 2000, el franco suizo comenzó a apreciarse frente al euro, abandonando la estrecha banda de fluctuación existente desde principios de 1999. Además, parece que a partir de ese momento ha seguido

Los diferenciales esperados de crecimiento influyeron sobre la libra esterlina

Los resultados del sector de alta tecnología pesaron en la corona sueca

Cambio de la relación entre el franco suizo y el euro

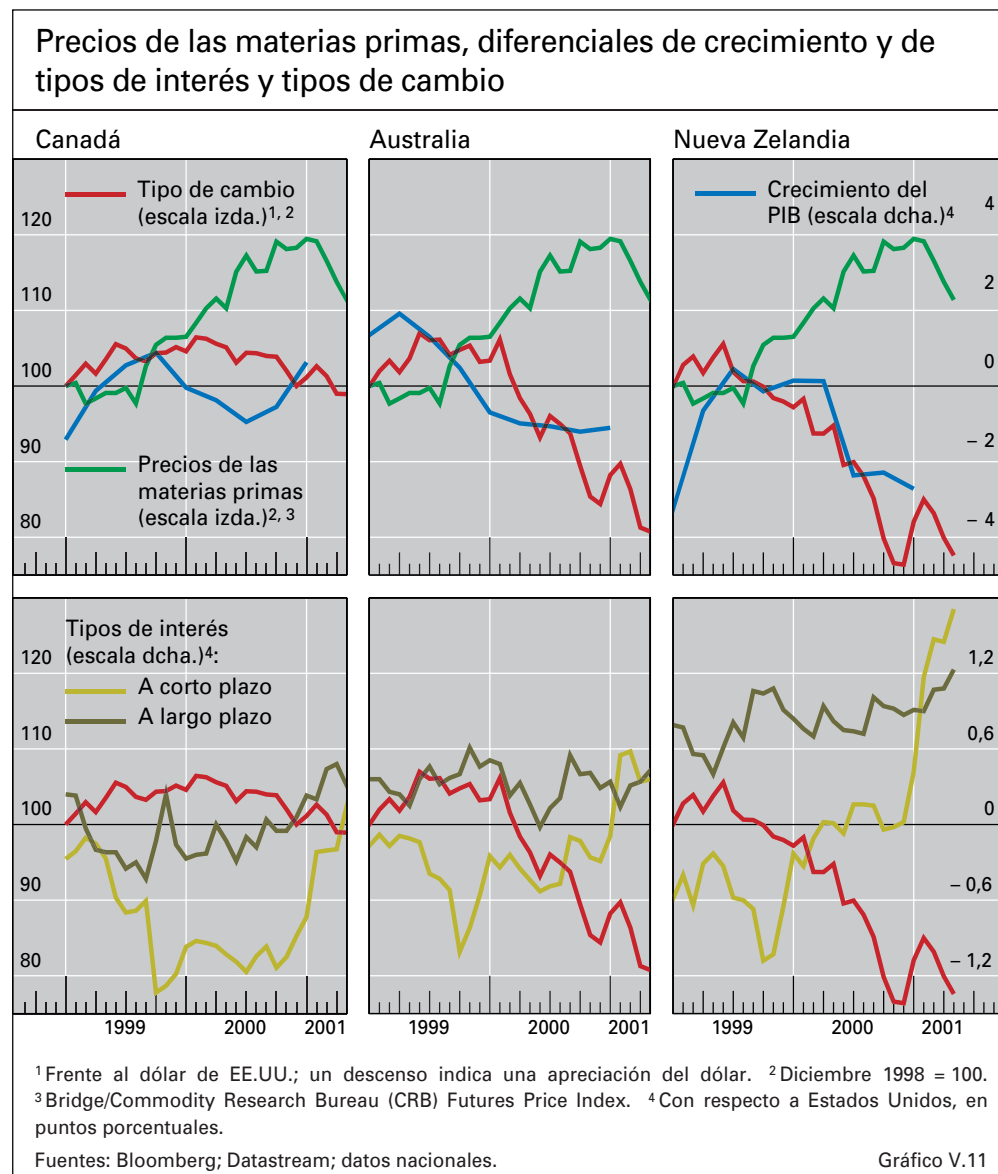


ocasionalmente una nueva pauta: se ha reforzado frente al euro cuando éste ha caído frente al dólar y viceversa, lo que contrasta claramente con su conducta anterior respecto del marco alemán, frente al cual tendía a debilitarse cuando el marco se depreciaba frente al dólar y viceversa. Este cambio de pauta no estuvo relacionado con la menor sincronía cíclica de la zona del euro y Suiza. Parece que tuvo su origen, más bien, en la creencia de los operadores de que las autoridades suizas eran partidarias de los efectos desinflacionarios de un franco más fuerte, a la vista del endurecimiento de la política monetaria llevado a cabo por el Banco Nacional Suizo el 23 de marzo de 2000, que translucía su preocupación por la debilidad del franco frente al dólar en aquel momento.

Las monedas de otros países industrializados

Notable depreciación de las monedas del bloque del dólar

En otros países industrializados, la magnitud de las fluctuaciones de los tipos de cambio fue excepcional durante el periodo examinado y, una vez más, difícil de atribuir a las variables fundamentales subyacentes. Especialmente



notoria resultó la depreciación hasta mínimos históricos (o próximos a ellos) de las monedas que tradicionalmente han pertenecido al bloque del dólar. Entre enero del 2000 y finales de marzo del 2001, el dólar canadiense se debilitó en total un 8% frente al dólar de Estados Unidos hasta cotizar a 64 céntimos de dólar, cifra cercana a su mínimo histórico de 1998. El dólar australiano se depreció alrededor de un 23% hasta alcanzar un mínimo sin precedentes cercano a 48 céntimos de dólar a finales de marzo de este año y el dólar neozelandés cayó casi un 25% hasta alcanzar un mínimo de 39 céntimos de dólar a mediados de octubre del 2000. La rapidez con que cayeron las monedas de Australia y de Nueva Zelandia apenas tiene precedentes. La caída del dólar canadiense también fue superior a la media, aunque no tan extrema.

Es cierto que el aumento de las diferencias de crecimiento con Estados Unidos y los considerables déficit por cuenta corriente se dejaron sentir en las monedas de las economías más pequeñas y más abiertas de Australia y Nueva Zelandia (gráfico V.11). Por otra parte, aunque en el 2000 el crecimiento de la productividad fue mayor en Australia que en Estados Unidos (véase el capítulo II), de los comentarios del mercado se deduce la consideración de Australia como una “vieja economía”, en la que el peso representado por el sector de tecnología de la información es relativamente reducido. Esta opinión ayuda a esclarecer la debilidad de su moneda y del mercado bursátil. Sin embargo, la debilidad del dólar canadiense resulta más difícil de explicar teniendo en cuenta el superávit por cuenta corriente de Canadá y la reducción de las diferencias de crecimiento con Estados Unidos. Los precios de los productos básicos, que se consideran desde hace tiempo un factor importante en la evolución del dólar canadiense e, incluso en mayor medida, en la del dólar australiano y del dólar neozelandés, subieron durante la mayor parte de 1999 y del 2000, pero no consiguieron dar apoyo a estas monedas.

Las monedas de los mercados emergentes

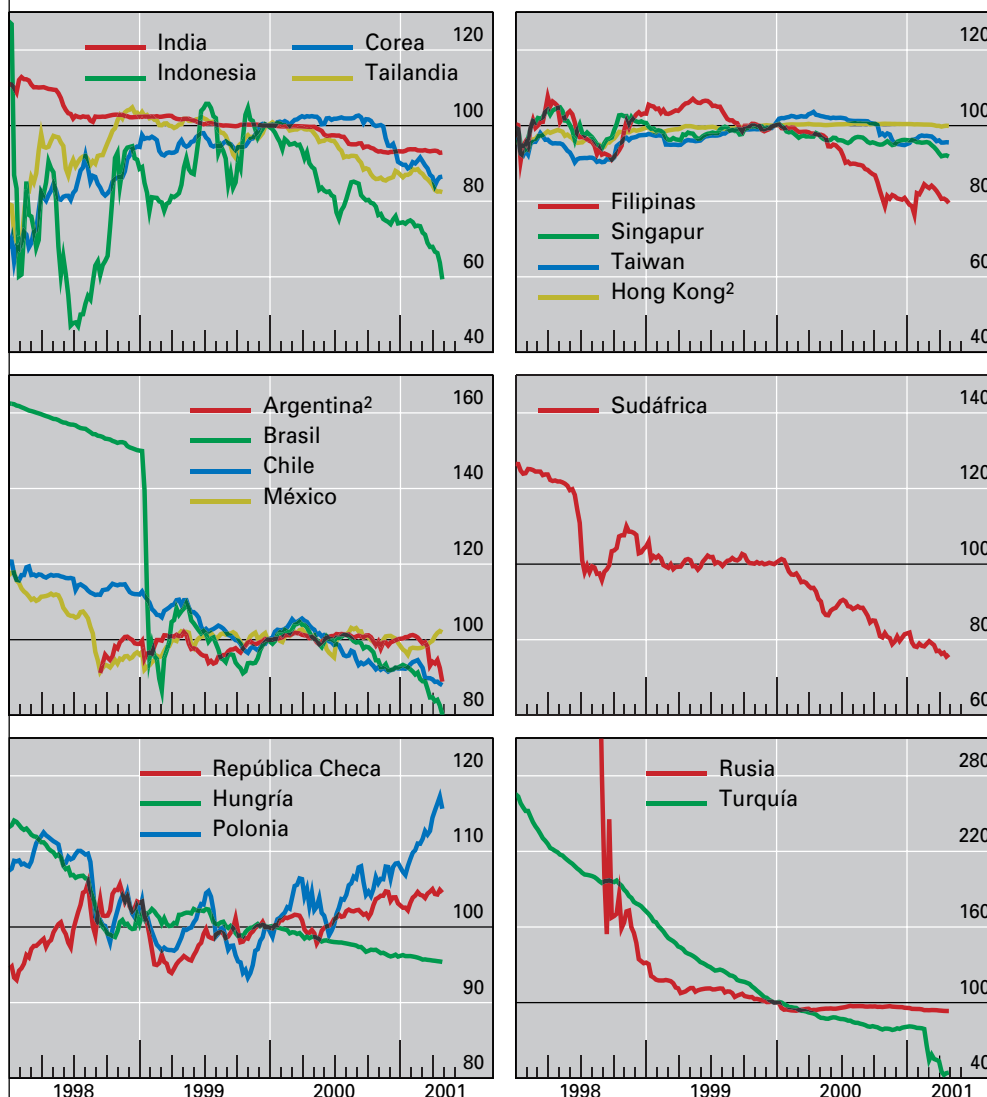
Durante el periodo examinado, destacaron dos aspectos en la evolución de los mercados de divisas de las economías de mercado emergentes. En primer lugar, tras un periodo de relativa estabilidad en 1999, las monedas de algunas de estas economías comenzaron a debilitarse en el 2000. En segundo lugar, a pesar de estos casos de debilidad y de tensiones esporádicas, predominó en general la calma en los mercados de divisas de las economías de mercado emergentes.

A lo largo del 2000, algunas monedas asiáticas se depreciaron frente al dólar de Estados Unidos (gráfico V.12) y, en menor medida, en términos efectivos reales. La rupia, el baht y el peso filipino cayeron significativamente frente al dólar durante todo el año, mientras que el won y el nuevo dólar de Taiwan se mantuvieron fuertes en general durante la mayor parte del año antes de debilitarse en diferente grado a finales de año. En América Latina, el real y el peso chileno se depreciaron frente al dólar a un ritmo similar durante el 2000, pero el real aceleró su caída a principios del 2001. En África, la relativa estabilidad del rand frente al dólar durante 1999 dejó paso a una tendencia

Debilitamiento de las monedas de las economías de mercado emergentes frente al dólar de Estados Unidos

Tipos de cambio en las economías de mercado emergentes¹

Medias semanales, finales de 1999 = 100



Nota: Un descenso indica una apreciación del dólar (euro).

¹Frente al dólar de Estados Unidos (monedas del panel inferior izquierdo: frente al euro). ²Tipo a futuro a 12 meses (Argentina: no liberable).

Fuentes: BCE; Datastream.

Gráfico V.12

descendente no sólo frente esta moneda, sino también frente al euro durante el 2000 y a principios del 2001.

La mayoría de las monedas de Europa Central y Oriental se mantuvieron bastante fuertes frente al euro. La corona checa se apreció, mientras que el forint se depreció ligeramente de acuerdo con su régimen de banda móvil de fluctuación. El zloty, a pesar de depreciarse considerablemente tras permitirse su libre fluctuación en abril del 2000, se apreció en general tanto frente al euro como frente al dólar desde enero del 2000 hasta abril del 2001. El rublo ruso, a diferencia de 1999, año en que se debilitó frente al dólar y al euro, se mantuvo en el 2000 bastante estable frente al dólar y se fortaleció frente al euro.

En las monedas de las economías de mercado emergentes no sólo influyeron factores internos, que se analizan detalladamente en el capítulo III,

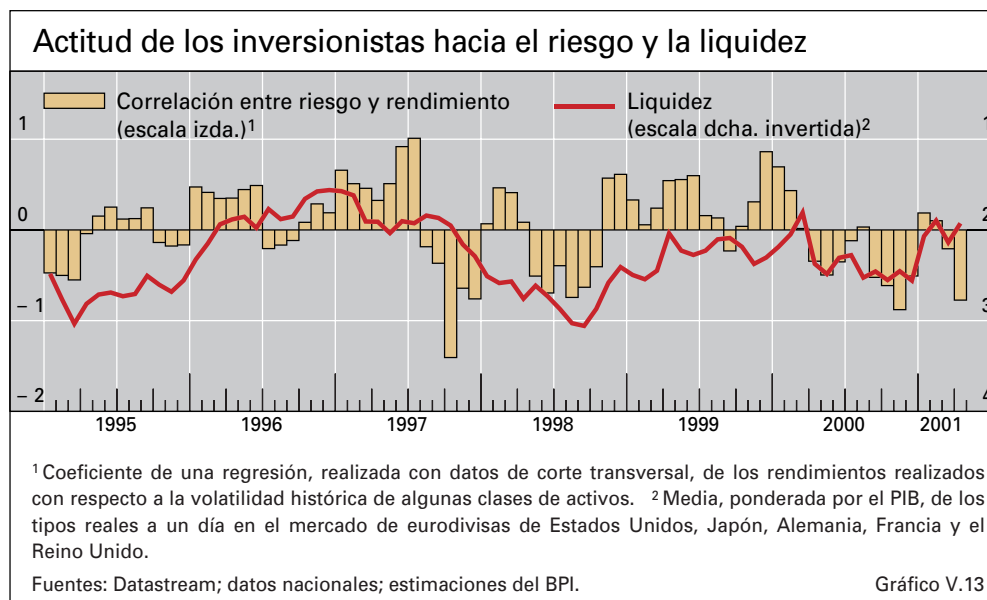
sino también algunas fuerzas externas de carácter general. Aunque éstas habían reforzado las monedas en 1999, sus efectos fueron menos favorables durante el periodo examinado. La desaceleración que experimentó la demanda mundial en el 2000, agravada en muchos países por las presiones inflacionarias ejercidas por la subida de los precios del petróleo, afectó negativamente en general a las tasas de crecimiento y a la cuenta corriente y, por lo tanto, a las monedas locales. Los tipos de cambio también resultaron afectados en distinta medida por la relación entre las monedas nacionales y los mercados bursátiles, por una parte, y los mercados de acciones estadounidenses, por otra (cuadro V.2). La caída de los precios de las acciones estadounidenses registrada durante el 2000 y, concretamente, la rápida caída del Nasdaq, parece que se dejaron sentir en algunas monedas como el won, el peso chileno y el real. Sin embargo, no existen pruebas de que la correlación entre las variaciones de los tipos de cambio frente al dólar y los rendimientos del Nasdaq dependieran del peso del sector de alta tecnología en el producto interno. Es posible que los cambios de actitud de los inversionistas hacia el riesgo y de las oportunidades de apalancamiento durante el año 2000 tuvieran asimismo efectos desfavorables para las monedas de las economías de mercado emergentes (gráfico V.13). Las salidas netas de inversión de cartera perjudicaron al parecer a algunas monedas asiáticas, especialmente al won, a finales del 2000 (véase el capítulo III).

A pesar de la depreciación de algunas monedas, los mercados de divisas se mantuvieron, por lo general, en calma durante el periodo examinado, al

Los mercados se mantuvieron, por lo general, en calma

Mercados bursátiles, tipos de cambio y exportaciones de productos de alta tecnología en las economías de mercado emergentes			
	Índices bursátiles ^{1,2}	Tipos de cambio con respecto al dólar de EE.UU. ¹	Exportaciones de alta tecnología ³
	variaciones porcentuales semanales		en porcentaje
Asia ⁴	0,38	0,10	41
Corea	0,51	0,37	41
Filipinas	0,18	0,04	60
Hong Kong	0,54	0,03	30
India	0,37	-0,02	3
Indonesia	0,32	0,11	9
Singapur	0,34	0,08	77
Tailandia	0,39	0,07	34
Taiwan	0,39	0,08	50
América Latina ⁴	0,42	0,15	19
Argentina	0,34	-0,10	0,4
Brasil	0,52	0,38	3
Chile	0,34	0,21	0,1
México	0,47	0,11	29

¹ Correlaciones con el índice Nasdaq durante el periodo enero del 2000–mediados de abril de 2001.
² En dólares de EE.UU. ³ Peso relativo de las exportaciones totales a países de la OCDE en la economía. ⁴ Correlación media y suma de las exportaciones de las economías mencionadas.
Fuentes: Corporación Financiera Internacional; Datastream; OCDE; datos nacionales. Cuadro V.2



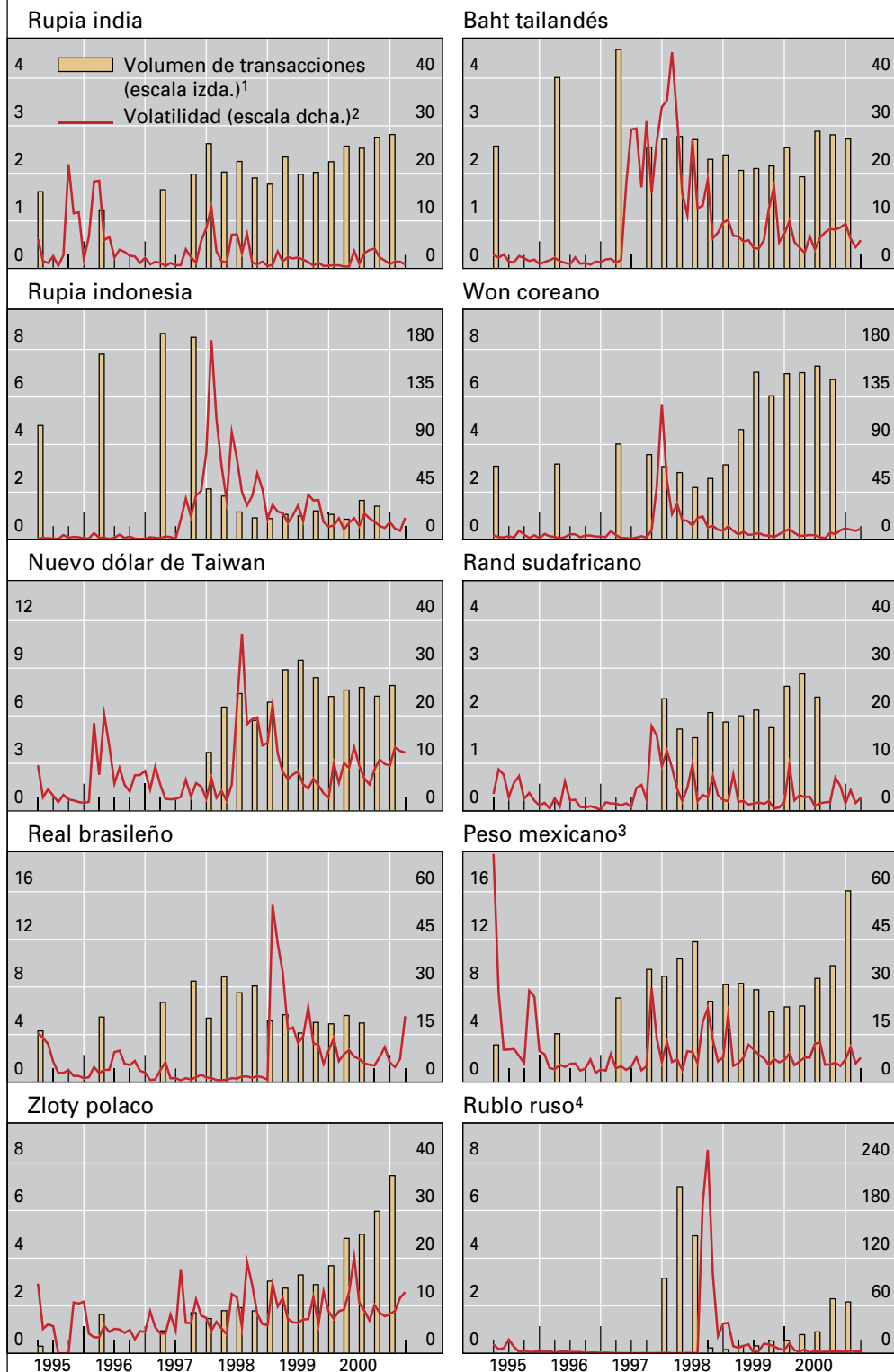
igual que durante la mayor parte de 1999. La inestabilidad a corto plazo continuó siendo escasa en general y el volumen de transacciones aumentó ligeramente (gráfico V.14). La actividad se reavivó en los mercados en los que había disminuido de forma considerable a raíz de la crisis de 1998, como en Rusia. Sin embargo, en febrero del 2001, Turquía sufrió repentinamente los efectos de una fuerte crisis. Cuando resultó imposible mantener el sistema de tipo de cambio ajustable de la lira turca, la moneda cayó en más de un 40% frente al dólar y al euro (véase el capítulo III). Aun así, este episodio seguía teniendo un carácter aislado en el momento en que este capítulo se envió a imprenta.

El hecho de que la crisis turca no se difundiera a otros mercados se debió posiblemente a dos factores. En primer lugar, no puede descartarse que la reducción de la toma de posiciones en los mercados de divisas durante el periodo examinado y la capacidad aparentemente mayor de los mercados financieros internacionales para distinguir entre las diferentes calidades del crédito limitaran la propagación de las convulsiones (véase el capítulo VI). En segundo lugar, es posible que en los últimos años haya aumentado la resistencia de los mercados de divisas en razón de la mayor flexibilidad de las políticas cambiarias, relacionada directamente con la tendencia de las economías de mercado emergentes a dejar fluctuar más libremente su moneda y a apoyarse en mayor medida en un nuevo marco de política monetaria para anclar la inflación (véase el capítulo III).

Hay dos datos estadísticos que avalan la mayor flexibilidad actual de los tipos de cambio con respecto al periodo anterior a la crisis asiática. En primer lugar, su volatilidad frente a la principal moneda de referencia ha tendido a ser ligeramente superior en términos absolutos, así como en comparación con la volatilidad de los tipos de interés internos a corto plazo (cuadro V.3). En segundo lugar, aunque el nivel de variación de las monedas de las economías de mercado emergentes ha continuado siendo menor respecto del dólar que en términos efectivos nominales, la volatilidad de los tipos de cambio bilaterales frente al dólar ha aumentado a mayor ritmo que la de los tipos de

El papel del tipo de cambio como ancla

Volumen de transacciones y volatilidad en los mercados emergentes



¹ Estimaciones realizadas por los respectivos bancos centrales del volumen nacional de transacciones en la moneda local, 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 Brasil, México y Sudáfrica, que incluyen otras monedas; Indonesia y Polonia: importes brutos y, en el caso de 1995 y 1996, medias anuales; Tailandia: medias anuales del segundo semestre de 1995 y 1996; Rusia: desde 1999 sólo volumen de transacciones interbancarias. ² Desviación estándar en un mes de las variaciones porcentuales diarias anualizadas del tipo de cambio frente al dólar de EE.UU. ³ Desde octubre del 2000, el volumen de transacciones incluye los *swaps* de pequeña cuantía. ⁴ Ruptura de la serie debido a un aumento del número de operadores declarantes desde octubre del 2000.

Fuentes: Bancos centrales; Datastream; cálculos del BPI.

Gráfico V.14

Volatilidad de los tipos de cambio y de los tipos de interés en las economías de mercado emergentes¹

	Volatilidad de los tipos de cambio				Volatilidad de los tipos de interés ²		Relación ³	
	Ene. 1995–dic. 1996		Jul. 1999–mar. 2001		Ene. 1995–dic. 1996	Jul. 1999–mar. 2001	Ene. 1995–dic. 1996	Jul. 1999–mar. 2001
	bilateral ⁴	efectivo ⁵	bilateral ⁴	efectivo ⁵				
Corea	2,4	3,9	4,7	5,4	14,2	5,6	0,17	0,83
Filipinas	1,3	3,1	5,9	6,7	42,8	15,4	0,03	0,38
Hong Kong	0,2	3,0	0,1	3,6	10,9	15,8	0,02	0,01
Indonesia	1,4	4,0	13,9	14,4	0,9	3,3	1,55	4,26
Singapur	1,9	2,5	2,7	3,3	46,1	35,7	0,04	0,08
Tailandia	1,0	...	4,1	...	27,7	32,3	0,04	0,13
Taiwan	2,0	3,2	2,1	3,4	24,2	6,6	0,08	0,32
Argentina	0,1	2,1	0,1	3,5	29,9	58,8	0,00	0,00
Brasil	3,0	4,6	6,2	6,6	42,0	4,3	0,07	1,45
Chile	3,4	...	4,7	...	8,6	14,1	0,40	0,33
México	9,2	10,3	4,9	5,4	38,9	18,9	0,24	0,26
Hungría	4,1	4,0	2,2	2,2	4,8	6,9	0,85	0,32
Polonia	5,1	4,9	7,3	6,8	10,2	9,3	0,50	0,78
República Checa	3,0	3,0	4,1	3,9	7,9	3,6	0,38	1,12
Sudáfrica	4,3	...	5,9	...	5,7	3,4	0,77	1,77

¹ Desviación estándar de las variaciones porcentuales semanales anualizadas, calculada por meses naturales. ² De los tipos a tres meses (en el caso de Brasil, a un día). ³ Entre la volatilidad de los tipos de cambio bilaterales y la volatilidad de los tipos de interés. ⁴ Con respecto al dólar de EE.UU. (en el caso de Hungría, Polonia y la República Checa, con respecto al euro). ⁵ Ponderada por el comercio.

Fuentes: Datos nacionales; cálculos del BPI.

Cuadro V.3

cambio efectivos nominales. Por lo tanto, aunque el dólar ha continuado desempeñando un importante papel para las monedas de las economías de mercado emergentes de Asia y América Latina, parece que su influencia es algo menor en la actualidad que en el periodo anterior a la crisis asiática mientras que la de los tipos de cambio efectivos es superior.

No obstante, aunque los tipos de cambio se han dejado fluctuar más libremente que antes, esta libertad no es total. Durante el 2000 y a principios del 2001, la volatilidad de los tipos de cambio continuó siendo baja en términos absolutos, así como en relación con la volatilidad del tipo de cambio entre el dólar y el yen o entre el euro y el dólar.

Liquidez en los mercados de divisas

El interrogante planteado acerca de la posible disminución de la liquidez en los mercados de divisas y de las consecuencias que dicha disminución pudiera tener, en caso de haberse producido, continuó teniendo una importancia clave durante el periodo examinado. En términos generales, un mercado puede considerarse líquido cuando es posible realizar grandes transacciones sin apenas afectar a los precios. Sin embargo, no se dispone de datos que permitan medir directamente la liquidez según esta definición en el caso de los mercados de divisas. Tradicionalmente se ha prestado más

Volumen de transacciones en el mercado de divisas							
	Volumen diario en miles de millones de dólares de EE.UU.					Variación anual media en porcentaje	
	1989	1992	1995	1998	2000 e	1989–98	1998–2000
Total	590	820	1.190	1.500	1.100	11	-14
Al contado	350	400	520	600	450	6	-13
A futuro/ <i>swaps</i>	240	420	670	900	650	16	-15

Fuentes: Lehman Brothers Foreign Exchange Research (para el 2000); BPI. Cuadro V.4

atención a otros patrones de medición que sólo indican indirectamente si un mercado es líquido o no: el volumen de transacciones, que está relacionado con su profundidad; los diferenciales entre los precios de compra y de venta, que miden su estrechez; y la volatilidad, que se considera en general una medida del riesgo.

El análisis preliminar de estas medidas indirectas de la liquidez presenta un panorama diverso. En el 2000 y a principios del 2001, el volumen de transacciones de divisas realizadas en el mundo continuó siendo muy inferior a los niveles alcanzados antes de las convulsiones financieras del otoño de 1998 (cuadro V.4). Éste sería el primer cambio de tendencia de este tipo desde el primer estudio global de la actividad de los mercados de divisas realizado en 1989. Además, la volatilidad aumentó en algunos segmentos del mercado. Ambos hechos podrían implicar que ha disminuido la liquidez en los mercados. Sin embargo, los diferenciales continuaron siendo estrechos en los mercados de divisas, lo cual induce a pensar que no se produjo ningún cambio.

Para hacerse una idea más precisa de la liquidez de los mercados, resulta conveniente situar la evolución descrita en el contexto de los tres grandes cambios estructurales que han experimentado los mercados de divisas en los últimos años: la creación de la UEM, el rápido crecimiento del corretaje electrónico en los mercados interbancarios y la tendencia del sector bancario a la concentración.

El cambio de la estructura de los mercados de divisas

Parece ser que la creación de la UEM ha influido principalmente en el volumen de transacciones. El 1 de enero de 1999, la fusión de las once monedas predecesoras del euro eliminó de golpe alrededor de un 8% del volumen mundial de transacciones, eliminación que no fue contrarrestada posteriormente por un aumento del volumen de operaciones en euros en comparación con el volumen de operaciones en sus monedas predecesoras. Durante el 2000 la proporción de operaciones en euros frente a las realizadas en dólares fue menor al parecer que la de sus predecesoras en Londres y Zúrich, pero mayor en Fráncfort y en Tokio (cuadro V.5). El mercado entre el euro y el yen continuó siendo muy reducido, al igual que el mercado entre el marco y el yen en 1998. Las transacciones dólar/libra parecen haber aumentado en los últimos años a expensas de las transacciones euro/libra.

El impacto de la UEM

Composición por monedas del volumen de transacciones de divisas ¹								
	Reino Unido		Japón		Alemania		Suiza	
	Abril 1998	Abril 2000	Abril 1998	2000 2° T	Abril 1998	Abril 2000	Abril 1998	Julio 2000
	Variación porcentual del volumen total nacional de transacciones							
Euro ² /dólar	22	28	7	13	52	65	21	15
Dólar/yen	13	15	76	67	6	7	11	6
Dólar/libra esterlina	14	33	3	...	4	2	5	11
Euro ² /libra esterlina	3	2	0	...	3	3	2	0
Euro ² /yen	2	1	4	3	2	4	2	1

Nota: 2000: estimaciones oficiosas.
¹ Al contado, a futuro y *swaps*. ² Abril de 1998: marco alemán.
Fuente: BPI. Cuadro V.5

Por lo que se refiere a la estrechez de los diferenciales entre los precios de compra y los de venta, no existen pruebas de que la introducción del euro haya alterado significativamente las condiciones del mercado. En el 2000, los diferenciales entre el precio de compra y el de venta en el mercado entre el euro y el dólar fueron generalmente iguales que los registrados en el mercado entre el dólar y el marco en 1998. Parece que lo mismo ocurrió con las transacciones en las que intervinieron el yen o el franco suizo. La actividad en libras constituyó una excepción, ya que los diferenciales del par euro/libra fueron considerablemente más altos durante el periodo examinado que los del par libra/marco en 1998. Tampoco existen indicios de que las pautas de volatilidad a corto plazo de los tipos de cambio del euro fueran significativamente diferentes de las manifestadas por el marco antes de 1999 (cuadro V.6).

El segundo cambio estructural importante ha sido el aumento de la proporción representada por el corretaje electrónico en el mercado interbancario a expensas de la negociación directa y de la contratación a viva voz. En el 2000, el 85–95% de la actividad interbancaria en las principales monedas se realizó a través de operadores electrónicos, frente al 50% registrado aproximadamente en 1998 y al 20–30%, en 1995. Dos operadores,

Creciente importancia del corretaje electrónico

Volatilidad de los principales mercados de divisas ¹			
	Dólar/yen	Euro ² /yen	Euro ² /dólar
1980–89	10,2	7,3	10,9
1990–99	11,2	10,7	9,5
1997	11,5	11,4	8,6
1998	17,5	15,4	8,2
1999	12,6	14,2	9,3
2000–2001 1° T	9,6	16,7	13,4

¹ Desviación estándar de los rendimientos diarios anualizados, calculada por meses naturales.
² Hasta 1999: marco alemán.
Fuentes: BCE; cálculos del BPI. Cuadro V.6

EBS y Reuters, dominan en el momento actual este segmento del mercado: EBS cubre esencialmente la actividad en dólares, euros, yenes y francos suizos al tiempo que Reuters se utiliza sobre todo para realizar transacciones en libras. Mientras que los operadores que utilizaban los medios tradicionales normalmente necesitaban de varias transacciones para obtener información sobre los precios vigentes en el mercado, las agencias electrónicas facilitan automáticamente a los operadores el mejor precio, dependiendo de sus límites de crédito y de los de sus contrapartes. Como consecuencia, los operadores en los mercados de divisas han tendido a realizar menos transacciones y el volumen de actividad ha disminuido. Al mismo tiempo, la expansión de la contratación electrónica, que tiene menos costos que los medios tradicionales, ha provocado una considerable reducción de los diferenciales entre los precios de compra y los de venta en el mercado interbancario.

El tercer cambio estructural es la continua tendencia del sector bancario a la concentración, lo cual ha afectado directamente al volumen de transacciones, en el sentido de que el número de operadores en el mercado de divisas ha disminuido significativamente en los últimos años. Por otra parte, el proceso de fusiones, unido a la expansión de la contratación electrónica, ha provocado una notable reducción del número de bancos que ofrecen cotizaciones de compra y de venta en una amplia variedad de pares de monedas. Actualmente, no son más de veinte los que pueden ofrecer esos servicios a escala mundial, lo que significa una notable disminución en comparación con el número existente a mediados de los años noventa. La influencia de la concentración en el volumen de transacciones se ha intensificado en los últimos años como consecuencia de la retirada de capital de las actividades de creación de mercado y de toma de posiciones así como de la reducción del número de operadores y de su actividad, en particular, de los fondos de cobertura de mayores dimensiones. Sin embargo, es difícil saber cómo han afectado estos cambios a los diferenciales entre el precio de compra y el de venta o a la volatilidad de los tipos de cambio.

No es fácil averiguar la influencia global que los cambios estructurales descritos han tenido hasta ahora en la liquidez del mercado. Los datos sobre el volumen de transacciones, los diferenciales entre el precio de compra y el de venta y la volatilidad, así como los comentarios obtenidos de los mercados, inducen a pensar que la llegada del euro no introdujo ningún cambio significativo en la liquidez del mercado. La creciente proporción del corretaje electrónico ha reducido sin duda el volumen de transacciones y los diferenciales, pero su influencia en la liquidez no resulta tan clara. También es difícil observar una influencia notable de la concentración en la liquidez. Sin embargo, las dos últimas tendencias han tenido al parecer dos consecuencias. Por una parte, parece que el mercado interbancario funciona actualmente con mayor eficacia que a mediados de los noventa. Por otra, la reducción de los diferenciales y, por lo tanto, de las oportunidades de obtener beneficios ha provocado una disminución de los recursos dedicados a la creación de mercado. Estos hechos inducen a pensar que los cambios estructurales pueden haber mejorado realmente la liquidez en condiciones normales, como

Concentración del sector bancario

Ningún cambio notable en la liquidez del mercado hasta la fecha

las del periodo examinado. No obstante, queda por saber si también han exacerbado la incapacidad de los operadores para suministrar liquidez en los periodos de tensiones, o su reticencia.

Futura evolución

Por lo que se refiere al futuro, la difusión del corretaje electrónico y la concentración de los bancos en el mercado interbancario están provocando una reorientación de la actividad hacia las transacciones directas con clientes. Una manifestación de esta tendencia es la creciente utilización de plataformas para la negociación automatizada entre bancos y clientes, que puede considerarse como una forma de extender las ventajas de la contratación electrónica a este tipo de actividad. Dos sociedades, Cognotec y Currenex, ofrecen actualmente dichos servicios en este mercado, mientras que otras dos competidoras están a punto de entrar: Atriax, respaldada por Reuters y tres de los mayores bancos comerciales, y FXall, que cuenta con el apoyo de por otro grupo de grandes bancos. Resta también por saber cómo pueden influir estos cambios en la liquidez del mercado en el futuro.

VI. Mercados financieros

Aspectos más destacados

Los mercados financieros experimentaron un cambio de tendencia el año pasado. En los principales mercados de acciones del mundo, cinco años de extraordinarias subidas de los precios terminaron con el estallido de lo que, retrospectivamente, resultó ser una burbuja mundial de los precios de los activos. Los mercados que más habían subido fueron los que tendieron a sufrir bajadas más acusadas, especialmente los de valores tecnológicos. En los mercados de bonos, la reducción de los diferenciales crediticios registrada en 1999 dejó paso a una ampliación el año pasado. Estas reversiones de precios afectaron a los mercados emergentes, especialmente a los de Asia y América Latina, donde aumentaron los diferenciales de los créditos soberanos y se debilitaron los mercados de acciones. La relajación de la política monetaria de Estados Unidos llevada a cabo en los primeros meses del 2001 provocó una reducción de los diferenciales crediticios, pero sólo una recuperación transitoria de los mercados de acciones. La incertidumbre sobre la evolución de los beneficios impedía determinar si la corrección de los precios de las acciones había concluido.

Las reversiones de precios registradas en el 2000 representaron, en gran medida, una corrección de los excesos originados por el optimismo anterior sobre los beneficios de las empresas. En el sector tecnológico, el diferencial entre las subidas de los precios de las acciones y el crecimiento de los beneficios se había ampliado con el paso del tiempo. Al cambiar de signo las expectativas de los inversionistas, los diversos índices nacionales de valores tecnológicos cayeron al unísono, con independencia de las diferencias de comportamiento de los beneficios. En los mercados de crédito, las empresas de telecomunicaciones habían solicitado préstamos de considerable cuantía en un momento en el que sus perspectivas parecían favorables, pero la buena disposición mostrada por los inversionistas pronto dejó paso a un clima de preocupación por el elevado nivel de endeudamiento. Aunque la desaceleración de la economía mundial y el empeoramiento de las perspectivas de beneficios de las empresas desempeñaron sin duda alguna un papel importante en la caída de los mercados, se produjo una notoria carencia de datos concretos sobre variables fundamentales de la economía que pudieran explicar muchas de las acusadas oscilaciones de los precios.

Las ofertas de acciones y la emisión de bonos de prestatarios de alto riesgo, especialmente de empresas tecnológicas, que habían aumentado a un ritmo muy vigoroso durante el primer semestre del 2000, disminuyeron en el segundo hasta niveles moderados. Los prestatarios de alto riesgo y baja calificación recurrieron en mayor número al mercado de dinero, donde los diferenciales crediticios no alcanzaron la misma magnitud. Aun así, las empresas de alta calificación crediticia mantuvieron su actividad en los

mercados primarios. Ante la disminución de la oferta de títulos del Estado, los inversionistas que buscaban seguridad durante los periodos de empeoramiento de las condiciones crediticias recurrieron a los títulos de primera calidad, como los de Fannie Mae y Freddie Mac.

A pesar del deterioro general de las condiciones de financiación, los inversionistas en los mercados emergentes trataron de clasificar a los prestatarios potenciales según el grado de riesgo, pero parece que, entre los solventes, había pocos deseosos de solicitar financiación. Los continuos superávits por cuenta corriente limitaron la demanda de financiación externa. De hecho, debido al volumen sin precedentes de los depósitos efectuados por los países asiáticos y los países exportadores de petróleo, en el 2000, las entradas netas de capital en bancos que comunican información al BPI procedentes del grupo de países en vías de desarrollo fueron superiores a las salidas netas provocadas por las devoluciones realizadas durante las crisis financieras de 1997–99.

Un aspecto notable del reciente periodo de empeoramiento de las condiciones de financiación fue el satisfactorio funcionamiento de los mercados financieros en un contexto de grandes fluctuaciones de precios. A principios del 2000, el proceso de adaptación a la disminución de la oferta de nuevos bonos soberanos suscitó cierto grado de incertidumbre acerca de las posibles reacciones de algunos mercados de primer orden, en particular, los de bonos de Estados Unidos. Esta incertidumbre se desvaneció en el segundo semestre. Los inversionistas se encontraron cada vez más cómodos utilizando instrumentos privados, como los *swaps* de tipos de interés, para realizar operaciones de cobertura, determinar los precios y otros fines para los que con anterioridad utilizaban principalmente títulos del Estado.

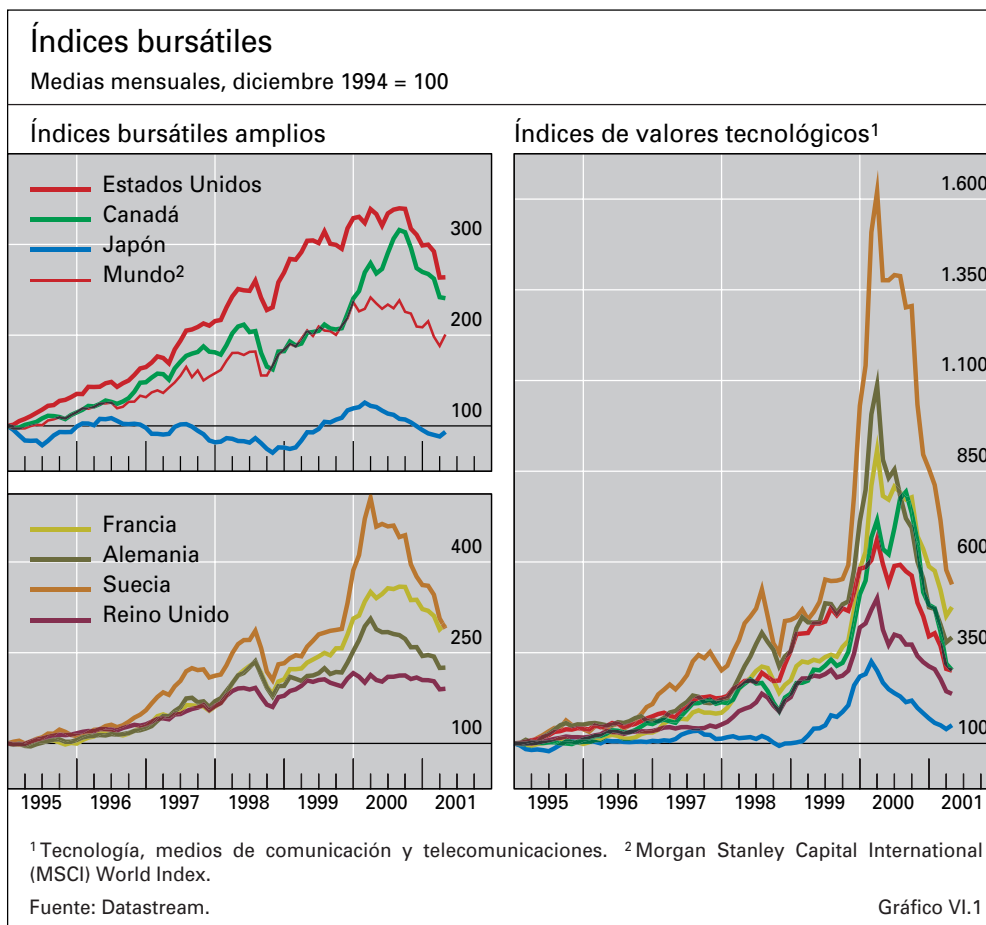
Los mercados de acciones

¿Burbujas especulativas o variables fundamentales de la economía?

Entre abril del 2000 y el primer trimestre del 2001, los precios de las acciones cayeron vertiginosamente en todo el mundo. Los mercados bursátiles habían experimentado caídas de magnitud similar en 1990, última ocasión en la que la economía mundial se sumió en una recesión. Sin embargo, las causas fueron muy diferentes en los dos periodos. En agosto y septiembre de 1990, el MSCI World Index cayó un 21%. Estas pérdidas probablemente tuvieran su origen en los fundamentos económicos, en el sentido de que se debieron principalmente a una perturbación de la oferta causada por una duplicación de los precios del petróleo tras la invasión iraquí de Kuwait. En el episodio de recesión mundial más reciente, el índice MSCI bajó un 23% entre abril del 2000 y marzo del 2001. Sin embargo, en esta ocasión parece que las pérdidas se debieron al estallido de una burbuja mundial de los precios de las acciones más que a una caída provocada en su mayor parte por acontecimientos macroeconómicos. No obstante, el cambio de la situación macroeconómica indudablemente determinó el momento en que cayeron los precios, así como la magnitud de la caída.

Los mercados de acciones cayeron en el 2000, al igual que en 1990 ...

... pero por diferentes razones



El hecho de que diversos mercados experimentaran un prolongado periodo de extraordinarias subidas de los precios, seguido de una reversión casi simultánea de éstas, respalda la hipótesis de la existencia de una burbuja bursátil a escala mundial (gráfico VI.1). Esta coincidencia de las fluctuaciones de los precios se produjo a pesar de que los fundamentos macroeconómicos eran en alguna medida divergentes. Durante el quinquenio que terminó en marzo del 2000, el índice S&P 500 se triplicó. El mercado de Estocolmo obtuvo las ganancias más espectaculares, con un índice que casi se multiplicó por cinco durante dicho periodo. Los mercados de París, Amsterdam, Fráncfort y Toronto no le fueron a la zaga, registrando alzas entre un 150% y un 250%. Parece que las subidas de los precios se debieron en gran medida a un proceso en el que el optimismo y el comportamiento gregario de los inversionistas se reforzaron mutuamente. En los niveles más altos alcanzados en marzo, las valoraciones de las acciones estadounidenses eran, por término medio, 33 veces superiores a los beneficios medios por acción de los doce últimos meses, lo que constituye una relación precio/beneficios sin precedentes. Los precios comenzaron a bajar en todos estos grandes mercados durante la primavera del 2000 y los mayores descensos afectaron por lo general a los que más habían subido.

El patrón de subida y posterior bajada de los precios se manifestó sobre todo en el caso de los valores tecnológicos. Durante la prolongada fase de alza de los precios de estos valores, los analistas habían justificado las

Extraordinaria subida de los precios ...

... seguida de una repentina bajada

En el caso de los valores tecnológicos, los beneficios no aumentaron tanto como los precios

elevadas valoraciones con la previsión de que el crecimiento de los beneficios se aceleraría. Algunos observadores habían afirmado, por su parte, que el sector tecnológico era en gran medida inmune a una desaceleración económica o a una subida de los tipos de interés. Sin embargo, estas predicciones resultaron infundadas. En realidad, los beneficios nunca crecieron al mismo ritmo que los precios, por lo que las relaciones precio/beneficios continuaron incrementándose. En el sector tecnológico de Estados Unidos, los precios de las acciones subieron durante cinco años a una velocidad casi cinco veces superior a la de los beneficios (cuadro VI.1). El desfase entre las subidas de los precios y el crecimiento de los beneficios fue incluso mayor en el caso de los valores tecnológicos de los países europeos. En el Reino Unido, los precios de los valores tecnológicos subieron incluso cuando cayeron los beneficios. Es más, los precios comenzaron a bajar tras un periodo de elevación de los tipos de interés y cuando el crecimiento de los beneficios del sector tecnológico disminuyó ante los primeros indicios de desaceleración económica. Las relaciones precio/beneficios disminuyeron, pero, como suele ocurrir, debido a la caída de los precios de las acciones más que a un aumento de los beneficios.

Una característica destacable de las caídas de los precios de los valores tecnológicos fue la coincidencia entre el momento en que se produjeron y su magnitud. La mayoría de las caídas comenzaron en marzo o en abril del 2000 y, en general, en marzo de 2001 eran de entre el 50% y el 70%, a pesar de las notables diferencias entre las tasas de crecimiento de los beneficios de los distintos países (cuadro VI.1). Esta marcada sincronía de las fluctuaciones de los precios no puede atribuirse enteramente a similitudes sustanciales de las circunstancias en las que se encontraban los sectores tecnológicos en los distintos países, sino, posiblemente, al elevado grado de incertidumbre sobre las valoraciones, que quizá llevara a los inversionistas a buscar anclajes cuantitativos en otros mercados bursátiles. Parece que el principal anclaje fue el índice Nasdaq, el más citado en el caso de los valores tecnológicos. Por lo tanto, sin apenas otras razones que un debilitamiento general del crecimiento

La incertidumbre hizo del Nasdaq un índice de referencia

Acciones de empresas del sector de tecnología: relación precio/beneficios, variaciones de los precios y crecimiento de los beneficios							
	Relación precio/beneficios			Variaciones porcentuales			
	Marzo 1995	Marzo 2000	Marzo 2001	Marzo 1995–marzo 2000		Marzo 2000–marzo 2001	
				Precios	Beneficios	Precios	Beneficios
Suecia	34,5	120,8	19,1	1.217	276	- 65	124
Alemania	16,9	63,3	30,4	909	169	- 64	- 24
Francia	11,3	63,8	21,0	804	60	- 49	55
Italia	12,8	56,0	26,1	732	90	- 44	19
Países Bajos	14,7	64,6	33,0	654	71	- 58	- 18
Canadá	20,4	59,0	14,7	586	137	- 53	88
Estados Unidos	19,2	53,2	24,7	509	120	- 55	- 2
Reino Unido	15,4	72,1	36,0	352	- 3	- 49	2
Japón	57,3	169,3	89,3	254	20	- 55	- 15

Fuentes: Datastream; cálculos del BPI. Cuadro VI.1

de los beneficios, la mayoría de los índices de valores tecnológicos cayeron conjuntamente con el Nasdaq.

Este proceso de anclaje ayuda a explicar la razón por la que los mercados europeos de acciones siguieron a los estadounidenses en su descenso durante el 2000, a pesar de que los fundamentos macroeconómicos eran en cierto modo divergentes. Es cierto que el elevado número de fusiones y adquisiciones transatlánticas realizadas por empresas europeas en los últimos años estableció una conexión entre los beneficios de las empresas europeas y la situación económica de Estados Unidos. No obstante, las correlaciones entre los rendimientos de los mercados europeos y los estadounidenses fueron mayores de lo que podría explicarse atendiendo únicamente a los fundamentos económicos.

Información y precios de las acciones

La reciente caída de los mercados bursátiles no fue instantánea sino que se prolongó durante varios meses, produciéndose la mayor parte del descenso en dos fases. La primera se extiende desde abril hasta mayo del 2000, mientras que la segunda comenzó en septiembre del 2000 y prosiguió, con un breve intervalo en enero, hasta el primer trimestre del 2001. En ambos casos, los operadores de todo el mundo centraron su atención en los datos que, a su juicio, podían influir en la política monetaria de Estados Unidos y, sobre todo, en la repercusión de dichos datos en el índice Nasdaq. Sin embargo, los dos episodios fueron muy distintos en lo que se refiere a la influencia de la información pública sobre las fluctuaciones diarias específicas de los precios.

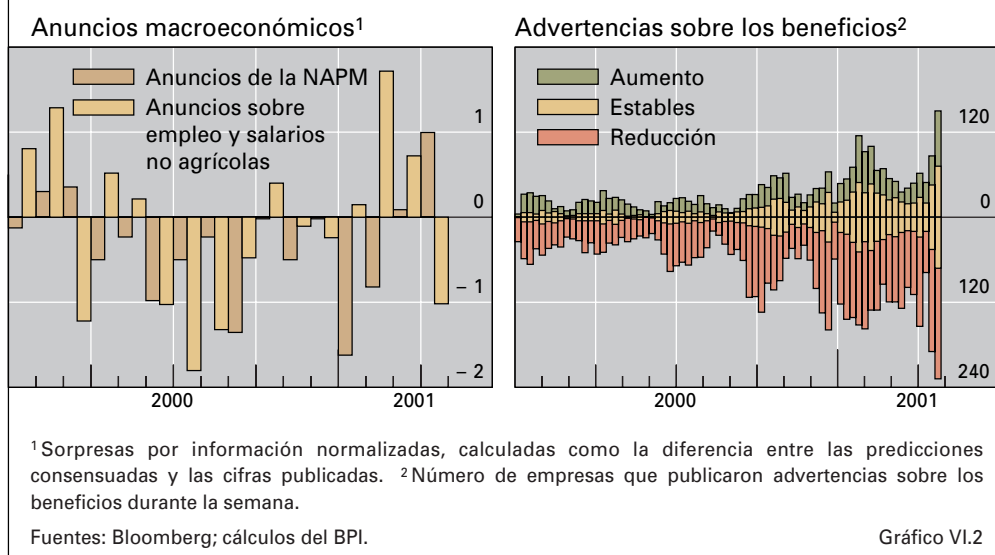
El aspecto más notable de la primera fase de bajada de los precios fue la ausencia de nueva información constatable y significativa que pudiera explicar el repentino desplome de los precios. En este sentido, fue similar a las caídas mundiales de octubre de 1929 y octubre de 1987. Durante los primeros meses del 2000, los datos macroeconómicos más vigilados, como la cifra de empleo no agrícola de Estados Unidos, indicaban que la economía seguía en buena forma (gráfico VI.2). Esta circunstancia suscitó interrogantes sobre el grado en que se endurecería la política monetaria, lo que, unido al creciente nerviosismo de los mercados en relación con las valoraciones, resultó en un aumento de la volatilidad. No obstante, el sector tecnológico en su conjunto no inició su descenso hasta principios de abril del 2000, inducido únicamente, al parecer, por un cambio de opinión de los inversionistas. Una excepción fue el 14 de abril, día en que el índice Nasdaq cayó un 10% tras la publicación de los datos sobre los precios de consumo. Sin embargo, el mercado se recuperó en el transcurso de una semana, incluso en ausencia de nuevos datos macroeconómicos. En conjunto, el índice Nasdaq bajó casi un 20% en abril y en mayo, arrastrado, aparentemente, por un aumento del pesimismo de los inversionistas ante la ausencia de noticias económicas favorables.

En el caso de la segunda fase de descenso de los precios, resulta más fácil identificar la información que influyó en los mercados. Esta fase comenzó en septiembre, cuando un creciente número de empresas cotizadas en Estados Unidos comenzó a advertir de que los beneficios serían inferiores a

Ausencia de noticias que expliquen las caídas de los precios

Las advertencias sobre los beneficios pesaron mucho en los mercados

Estados Unidos: efectos de la nueva información



las estimaciones realizadas por los analistas. Los meses siguientes se caracterizaron por la aparición de datos macroeconómicos cada vez más desfavorables en Estados Unidos y culminaron con la publicación, el 2 de enero de 2001, de un estudio de la National Association of Purchasing Management (NAPM), según el cual la economía estaba desacelerándose a mayor velocidad de la prevista inicialmente. A medida que aumentaba el número de empresas que revisaba a la baja sus previsiones de beneficios, los inversionistas comenzaron a percibir la relación entre los beneficios de las distintas empresas y los resultados de la economía en general; tanto los índices específicos de valores tecnológicos como los de otros mercados cayeron ostensible. El índice Nasdaq bajó un 42% entre septiembre y finales de año, mientras que el MSCI cayó un 13%. Los mercados comenzaron a recuperarse el 3 de enero de 2001, fecha en que la Reserva Federal de Estados Unidos sorprendió a los operadores con una reducción de su tipo oficial de 50 puntos básicos. El índice Nasdaq recuperó un 14%, su mayor subida en un solo día. No obstante, la recuperación fue temporal, a pesar de los recortes posteriores del tipo oficial. Debido a la gran atención prestada por los mercados a las advertencias sobre los beneficios, los precios de las acciones reanudaron su descenso en febrero y en marzo.

En abril del 2001, una noticia aparentemente de poca trascendencia trajo consigo una recuperación durante dos semanas que puso de manifiesto el optimismo subyacente sobre las perspectivas de beneficios empresariales. A principios de mes, el anuncio de un importante fabricante de ordenadores personales de que había obtenido unos beneficios acordes con las estimaciones provocó una subida del Nasdaq del 9% y del S&P 500 superior al 4% en una sola sesión. Días más tarde, una reducción inesperada del tipo oficial de la Reserva Federal reforzó esta recuperación. Después de dos semanas, el Nasdaq había subido un 33% y el S&P 500 un 14%. Las subidas de los precios elevaron las valoraciones de las empresas del S&P 500 a 27 veces los beneficios de los últimos meses, lo que constituye una relación

Los inversionistas siguen mostrándose optimistas

precio/beneficios de casi el doble de la media histórica. El optimismo fue incluso mayor en el caso de los valores del Nasdaq, en el que la relación precio/beneficios fue seis veces a la del S&P 500.

La bolsa de Tokio y los bancos japoneses

De los principales mercados de acciones del mundo, la excepción más notable a la tendencia quinquenal de subida de los precios fue Tokio. Este mercado se mantuvo estancado hasta 1998 (gráfico VI.1) y no se sumó a la tendencia mundial hasta 1999. Al igual que otros grandes mercados, se vio reforzado por el auge del sector tecnológico e impulsado notablemente por la evolución del sector bancario. En 1999, los operadores interpretaron la iniciativa del gobierno japonés de inyectar 7,5 billones de yenes en quince grandes bancos como una señal de un serio intento de reforzar el frágil sistema bancario. Esta iniciativa impresionó favorablemente a los inversionistas extranjeros, como lo demuestran las significativas entradas de inversión de cartera procedentes del extranjero. Las grandes fusiones bancarias reforzaron la dinámica del mercado.

Los acontecimientos ocurridos en el sector bancario ...

El mercado de Tokio reinició su descenso en el 2000, adelantándose a otros mercados. A principios de año, no se disponía de información constatable que pudiera explicar la caída de los precios, al igual que tampoco la hubo más adelante, durante la primera fase de caídas del mercado estadounidense. La influencia de este mercado no se dejó sentir hasta mayo, momento en el que los precios de los valores tecnológicos del mercado japonés cayeron vertiginosamente al mismo tiempo que el índice Nasdaq, y los inversionistas extranjeros comenzaron a vender. Durante el verano, pareció que las estimaciones de la Agencia de Servicios Financieros sobre los préstamos en mora de los bancos japoneses pesaron mucho en el mercado. En octubre, las presiones para vender se intensificaron con la quiebra de Chiyoda Seimei, compañía de seguros de vida, y la continua bajada del índice Nasdaq. La debilidad del mercado de Tokio incrementó las dificultades de los bancos japoneses para obtener fondos vendiendo sus participaciones cruzadas y para obtener suficientes beneficios que les permitiera absorber las amortizaciones de préstamos en mora. A principios del 2001, el gobierno japonés comenzó a considerar la posibilidad de comprar esas acciones a los bancos con el fin de no retrasar la reducción deseada de participaciones cruzadas. La vuelta *de facto* a la política de tipo oficial cero en marzo y la elección del Primer Ministro Koizumi en abril dieron nuevos bríos al mercado.

... constituyeron un factor importante en el mercado de Tokio

Consecuencias para la economía real

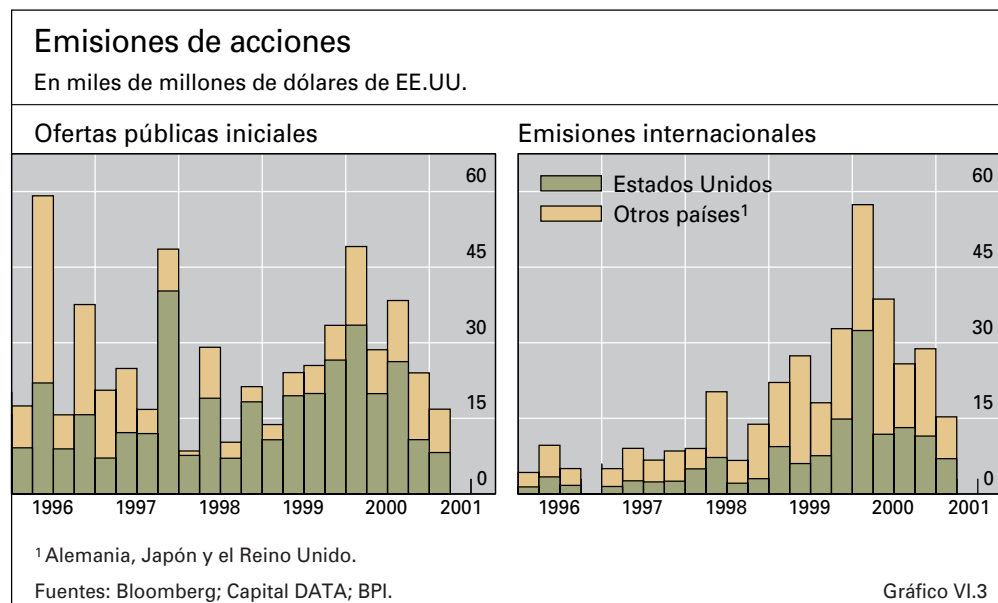
El estallido de la burbuja mundial de los valores tecnológicos ya ha tenido consecuencias palpables para la economía real. En particular, su repercusión en la inversión se dejó sentir inmediatamente en el costo del capital. Las nuevas empresas tecnológicas, que habían recurrido en gran medida a las ofertas públicas iniciales para obtener capital, resultaron especialmente afectadas. La recaudación bruta de las ofertas públicas iniciales disminuyó en Estados Unidos, Japón, Alemania y el Reino Unido, pasando de un nivel casi histórico de 49.000 millones de dólares en el primer trimestre del 2000

Repercusión ya evidente en la inversión

a 29.000 millones en el segundo y registró un descenso adicional en el primer trimestre del 2001 (gráfico VI.3). Los anuncios de emisiones internacionales de acciones por parte de empresas estadounidenses disminuyeron proporcionalmente aún más, aunque las emisiones de las empresas de otros países continuaron siendo elevadas durante un trimestre más. Algunas empresas de nueva creación aprovecharon la modesta recuperación experimentada por los precios de las acciones durante el verano, lo que aumentó temporalmente la actividad en el mercado de ofertas públicas iniciales.

La caída del mercado de valores también ha tenido consecuencias para las rentas y los flujos de fondos declarados por las empresas estadounidenses, a través de sus planes de pensiones de prestaciones definidas y las ofertas de opciones de compra de acciones. En 1998 y 1999, los beneficios habían aumentado debido a que las ganancias obtenidas en el mercado de valores habían provocado un exceso de financiación de los planes de prestaciones definidas, que las empresas pudieron declarar como renta. La caída del mercado registrada en el 2000 privó a muchas empresas de esa renta, y las nuevas caídas podrían traducirse en un déficit de financiación de los planes de pensiones que vendría a sumarse a los gastos. Al mismo tiempo, las empresas tecnológicas habían tendido cada vez más a ofrecer a sus asalariados opciones para la compra de acciones en concepto de remuneración. En Estados Unidos, el ejercicio de estas opciones permitió a las empresas reducir sus impuestos y aumentar así sus flujos de caja, con el único costo de diluir el valor de las acciones de los accionistas existentes. En algunas de las mayores empresas tecnológicas, estas ventajas fiscales llegaron a representar el 60% del flujo de caja generado por sus operaciones. Sin embargo, teniendo en cuenta su actual nivel de precios, no se ejercerá un considerable número de opciones para la compra de acciones. Ahora, estas empresas se encuentran con mayores deudas tributarias, en un momento en que sus ventas disminuyen y sus costos de existencias aumentan.

Las opciones para la compra de acciones permitieron a las empresas reducir sus impuestos



Confianza de los consumidores, desempleo y mercado bursátil			
	Efecto estimado ¹		
	1992–94	1995–97	1998–2001
Rendimientos del Nasdaq Tasa de desempleo de EE.UU.	Confianza de los consumidores de Estados Unidos		
	– 0,081	0,181	0,133*
	– 0,715*	– 0,482	– 0,379
Rendimientos del CAC 40 Tasa de desempleo de Francia	Confianza de los consumidores de Francia ²		
	0,009	– 0,134	0,037
	– 0,184*	0,125*	– 0,191

¹ Suma de los coeficientes de regresión de los rendimientos de las acciones de los dos trimestres previos y de las tasas de desempleo de los dos meses previos, respectivamente. Un asterisco indica un nivel de significación del 1% del test de Wald (ji-cuadrado) de la significación conjunta de los coeficientes. ² Basada en el indicador de la Unión Europea para Francia.

Fuentes: Bloomberg; datos nacionales; cálculos del BPI. Cuadro VI.2

El efecto sobre la confianza de los consumidores puede tener repercusiones de mayor transcendencia. Aunque el efecto riqueza de los precios de las acciones sobre el consumo puede depender del tipo de acciones que posean los hogares y, por lo tanto, del comportamiento de los índices generales de precios, parece ser que las recientes variaciones del nivel de confianza de los consumidores estadounidenses han obedecido principalmente a las fluctuaciones del Nasdaq, índice relativamente limitado. Como muestra el cuadro VI.2, en Estados Unidos durante la mayor parte de los noventa y en Francia a principios de esa década, la confianza de los consumidores tendió a evolucionar de acuerdo con la tasa de desempleo más que con la rentabilidad de las acciones. Sin embargo, desde 1998, la evolución del Nasdaq ha influido en la confianza de los consumidores estadounidenses en mayor medida que la tasa de desempleo. Aunque los valores incluidos en el Nasdaq no constituyan una parte importante de la cartera de los hogares, es posible que sus precios hayan pasado a considerarse un indicador adelantado de la productividad de la economía, por lo que pueden influir desproporcionadamente en las decisiones de gasto de los consumidores.

El Nasdaq influye en la confianza de los consumidores

Los mercados de bonos

Durante el 2000, los mercados de bonos, al igual que los de acciones, sufrieron los efectos de una revisión a la baja de las predicciones sobre los beneficios de las empresas y de una creciente aversión de los inversionistas al riesgo. Se produjo un aumento de los diferenciales crediticios de una amplia gama de instrumentos y la emisión neta de títulos de deuda a largo plazo disminuyó con respecto a los niveles históricos de 1999. Durante el primer semestre, la amplitud de los diferenciales y el aumento del nivel general de los tipos de interés a largo plazo no disuadieron a los prestatarios, especialmente a las empresas de telecomunicaciones, de sus intentos de obtener dinero en el mercado de bonos. Durante el segundo semestre, sin embargo, los emisores con calificaciones más bajas se enfrentaron a

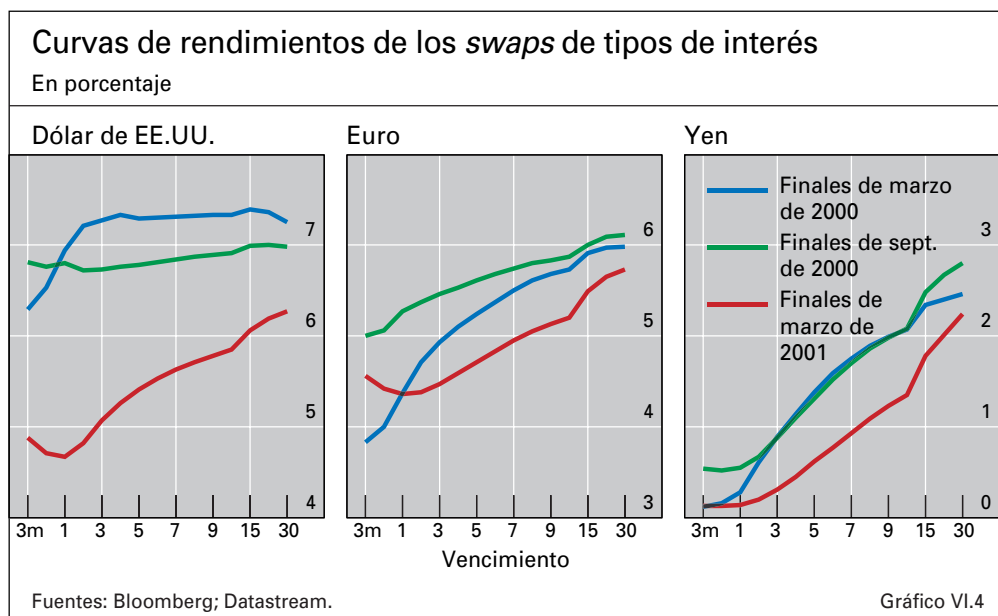
crecientes dificultades para obtener financiación en el mercado a largo plazo, por lo que muchos recurrieron a los bancos. No parece que los emisores mejor calificados encontrarán las mismas dificultades. En realidad, la disminución de la oferta de deuda pública estadounidense indujo a algunos de ellos ofrecer en sustitución sus propios títulos como garantía, para operaciones de cobertura y como referencia de precios. En el primer trimestre del 2001, la reducción de los diferenciales crediticios y la caída general de los tipos de interés llevaron a los emisores peor calificados a volver a los mercados mundiales de capitales.

La fijación del precio del riesgo crediticio y la respuesta de los prestatarios

Tres fases de
revisión del precio
del riesgo crediticio

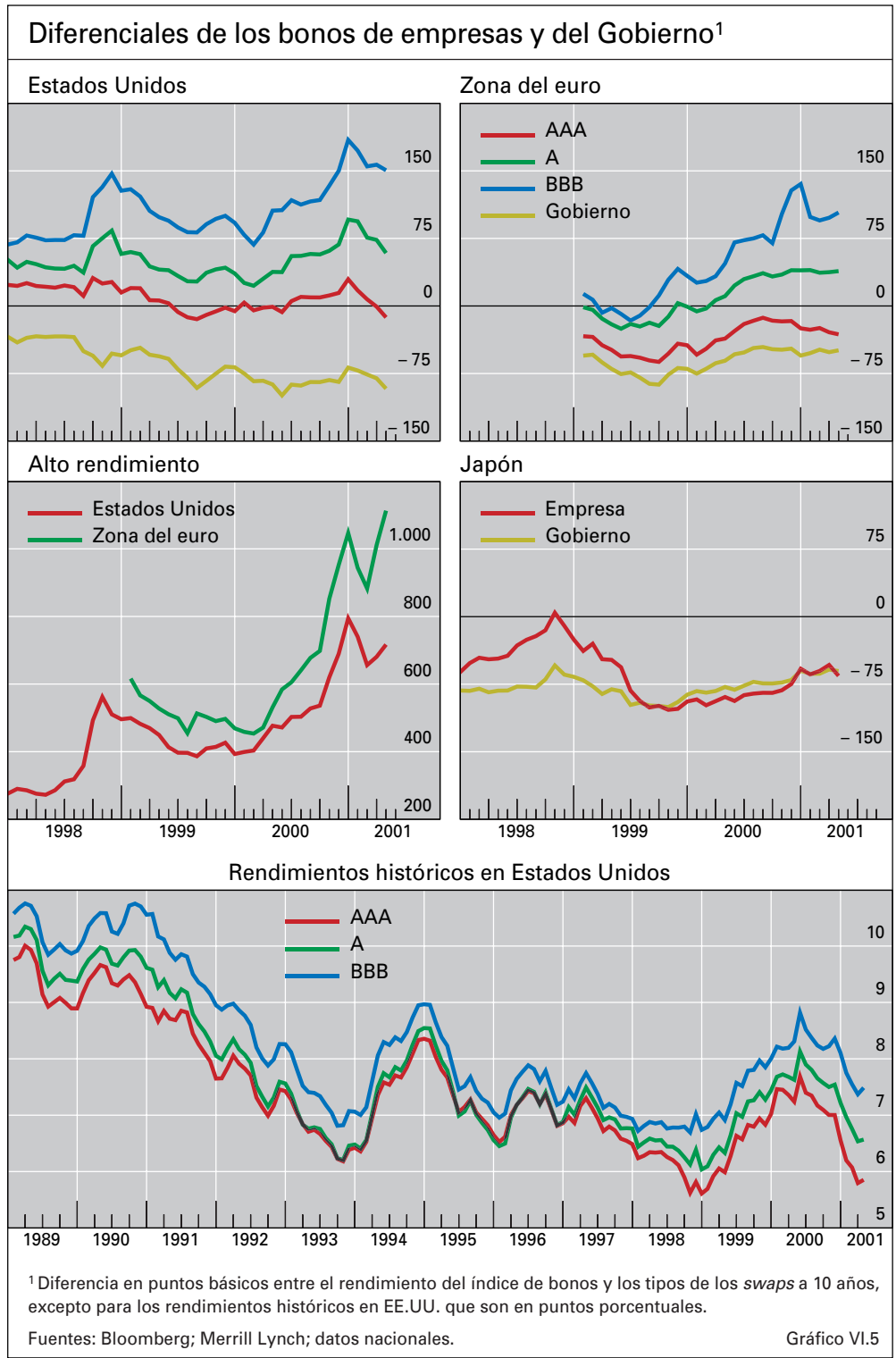
Los mercados de bonos atravesaron tres fases durante el 2000 y principios del 2001. La primera, que se extendió aproximadamente desde enero hasta agosto, se caracterizó por unas curvas de rendimiento ascendentes y un aumento general de los diferenciales crediticios en Norteamérica y Europa (gráficos VI.4 y VI.5). Estos aumentos influyeron en la elección de los instrumentos de financiación por parte de los prestatarios, pero apenas influyeron en la actividad global. Durante la segunda fase, comprendida entre septiembre y diciembre del 2000, las curvas de rendimiento comenzaron a aplanarse y los diferenciales crediticios variaron ostensiblemente entre los distintos tipos de deuda. En particular, los inversionistas se mostraron poco receptivos a las emisiones de los prestatarios, salvo los de alta calificación. La última fase, que abarcó desde finales del 2000 hasta los primeros meses del 2001, se caracterizó por un brusco descenso de las curvas de rendimiento y una leve reducción de los diferenciales con respecto a los niveles extraordinariamente elevados alcanzados a finales del 2000, lo que contribuyó a la recuperación de las emisiones de los prestatarios peor calificados.

La primera fase de aumento de los rendimientos y de los diferenciales no parece que frenara el ritmo de obtención de fondos en los mercados de



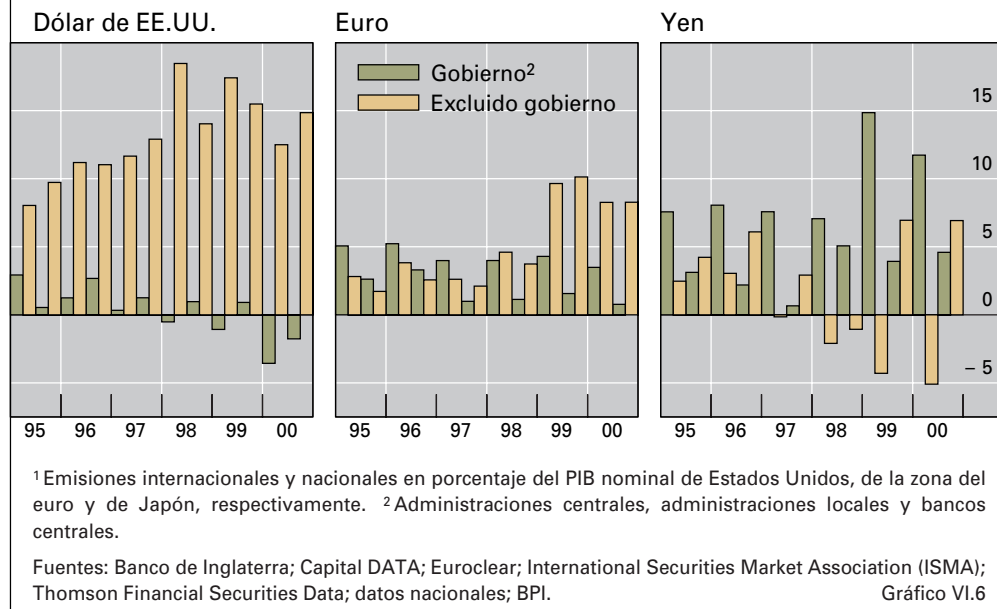
capitales. Esta fase abarcó tanto la recuperación final de los mercados de acciones como el comienzo de su caída. El mayor grado de incertidumbre sobre las perspectivas de beneficios de las empresas, reflejado en los elevados niveles de volatilidad de los mercados de acciones, provocó un incremento de los diferenciales crediticios en la mayoría de las clases de deuda. Por lo que se refiere a los títulos de inversión calificados, el aumento fue especialmente acusado en el caso de la deuda denominada en euros, donde los diferenciales con respecto a los *swaps* se ampliaron incluso en el

La primera fase de aumento de los diferenciales por motivo de la incertidumbre sobre los beneficios ...



Emisiones netas de títulos de deuda

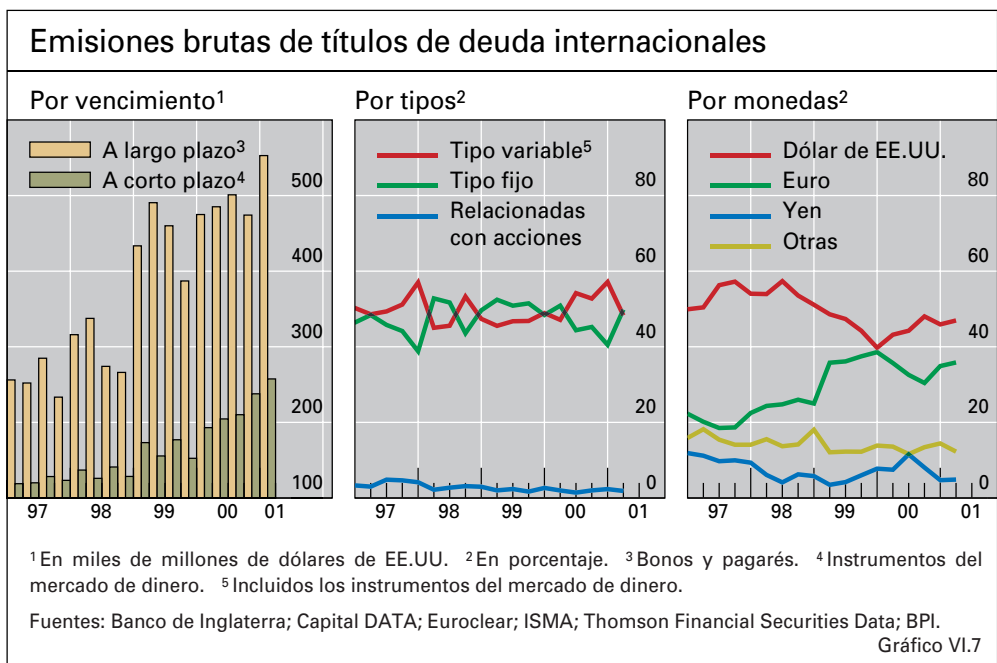
En porcentaje del PIB nominal¹



... no frenó el ritmo de emisiones

caso de las emisiones mejor calificadas. En cuanto a los títulos con calificación AAA denominados en dólares de Estados Unidos, los diferenciales se mantuvieron constantes en líneas generales, pero en otras categorías de deuda denominada en dólares de Estados Unidos aumentaron hasta alcanzar niveles registrados por última vez en los meses posteriores a la crisis financiera del otoño de 1998. A pesar de estas condiciones, la actividad del mercado primario resistió bien en el primer semestre del 2000. Las emisiones netas (excluidas las del Estado) sólo disminuyeron ligeramente (gráfico VI.6). El aumento de los diferenciales crediticios de los instrumentos en euros y en dólares llevó a algunos prestatarios internacionales a emitir en el mercado de yenes, donde los costos de intereses eran relativamente bajos. Las emisiones brutas de títulos internacionales de deuda en esta moneda aumentaron hasta alcanzar una cifra histórica de 221.000 millones de dólares en el 2000 (gráfico VI.7). Es posible que el convencimiento de los operadores de que se endurecería de nuevo la política monetaria, reflejado en la pendiente ascendente de las curvas de rendimientos, indujera a algunos prestatarios a adelantar sus planes de emisión.

Las empresas europeas de telecomunicaciones aprovecharon la opinión favorable sobre sus perspectivas para obtener un volumen considerable de fondos durante la primera fase. El conjunto del sector, recaudó 71.000 millones de dólares en el mercado internacional de capitales durante el primer semestre (gráfico VI.8). Su demanda de fondos se debió principalmente a las adquisiciones y adjudicaciones públicas de licencias de telefonía móvil de tercera generación en Europa. La disponibilidad de fondos y los elevados precios pagados en las subastas públicas de estas licencias, especialmente en la subasta británica de abril y en la alemana de agosto, reflejaban un optimismo similar al que favoreció las elevadas valoraciones de otros títulos tecnológicos.



La segunda fase de aumento de los diferenciales crediticios afectó con mayor intensidad al volumen de préstamos. Al desvanecerse progresivamente la creencia de los operadores en un aterrizaje suave, las curvas de rendimientos se aplanaron en el tercer trimestre, sugiriendo que era improbable que los niveles de los tipos de interés continuaran subiendo. Los diferenciales de la deuda mejor calificada se mantuvieron más o menos estables durante este periodo, pero los de las emisiones BBB y de elevado rendimiento aumentaron de forma espectacular, alcanzando niveles muy elevados a finales de año. Como consecuencia de estas tendencias divergentes de los diferenciales, las emisiones de prestatarios peor calificados disminuyeron notablemente hacia finales del 2000, mientras que los bancos europeos y las agencias del gobierno de Estados Unidos, de primera calidad de crédito, mantuvieron su actividad en el mercado primario.

La elevada demanda de deuda AAA se debió en parte a la falta de deuda pública. Los inversionistas que solían comprar títulos públicos durante los periodos de empeoramiento de las condiciones crediticias compraron en su lugar títulos de primera calidad del sector privado o semipúblico. En el mercado en dólares de Estados Unidos, los títulos de agencias del gobierno estadounidense, en especial las obligaciones de Fannie Mae y Freddie Mac, figuran entre las alternativas a los títulos del Tesoro de Estados Unidos preferidas por los inversionistas. En los últimos años, Fannie Mae y Freddie Mac han tratado de mejorar la liquidez de sus títulos mediante grandes emisiones periódicas en dólares y en euros y de imponerlos así como referencia para la fijación de los precios y la cobertura de otros títulos. A principios del 2000 surgieron dudas sobre la solvencia de Fannie Mae y Freddie Mac tras las propuestas presentadas en el Congreso de Estados Unidos para suprimir las líneas de crédito del gobierno y las exenciones impositivas locales. Estas presiones parlamentarias disminuyeron a finales de año, cuando dichas agencias del gobierno se comprometieron

En la segunda fase, disminuyeron las emisiones de peor calidad

Las agencias del gobierno se beneficiaron de la disminución de las emisiones públicas ...

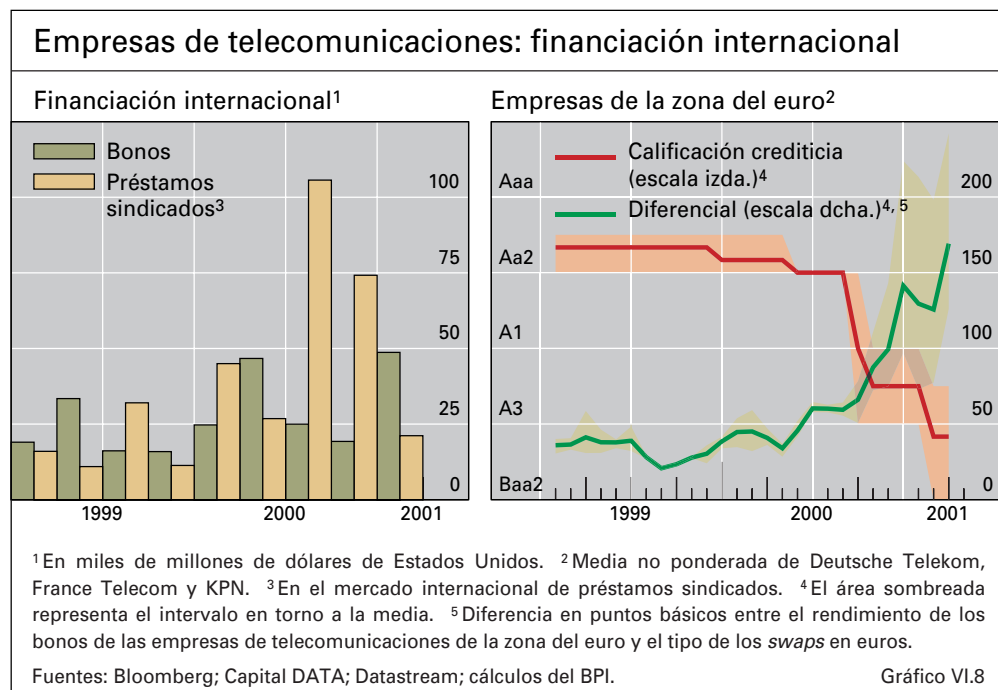
a aumentar su coeficiente de capital y a mejorar sus prácticas de difusión de información.

... mientras que las empresas de telecomunicaciones se vieron afectadas por un cambio de opinión

El rápido empeoramiento que experimentaron a finales del 2000 las condiciones de financiación para los prestatarios peor calificados pareció indicar un cambio de opinión sobre las perspectivas de beneficios de los sectores de tecnología, medios de comunicación y telecomunicaciones. Este último sector resultó especialmente afectado. Los elevados precios de las subastas europeas de licencias de telefonía móvil de tercera generación habrían justificado por sí solos una revisión a la baja de las calificaciones crediticias y un aumento de los diferenciales crediticios. Sin embargo, el alcance real de la revisión y el aumento de los diferenciales (gráfico VI.8) motivaron también una nueva valoración de las perspectivas de ingresos de las empresas de telecomunicaciones. En septiembre, las agencias de calificación rebajaron varios grados la calificación crediticia de dos de las mayores empresas europeas de telecomunicaciones, medida excepcionalmente radical. Los diferenciales crediticios de las dos empresas aumentaron, en promedio, 103 puntos básicos entre septiembre y diciembre. Por consiguiente, las empresas de telecomunicaciones en general, que habían figurado entre los emisores más activos del mercado internacional de capitales en el primer semestre del 2000, redujeron sus emisiones en el segundo y recurrieron en mayor medida al mercado de préstamos sindicados.

Los prestatarios recurrieron al mercado de dinero ...

En lugar de reducir sus emisiones, algunos prestatarios respondieron a la incertidumbre sobre los tipos de interés recurriendo en mayor medida a las emisiones de títulos a corto plazo y de tipo variable (gráfico VI.7). En el mercado internacional de capitales, las emisiones a corto plazo pasaron de un 27% de las emisiones brutas en 1999 a un 30% en el 2000. Las emisiones de tipo variable pasaron de un 47% de las emisiones internacionales brutas en 1999 a un 53% en el 2000.



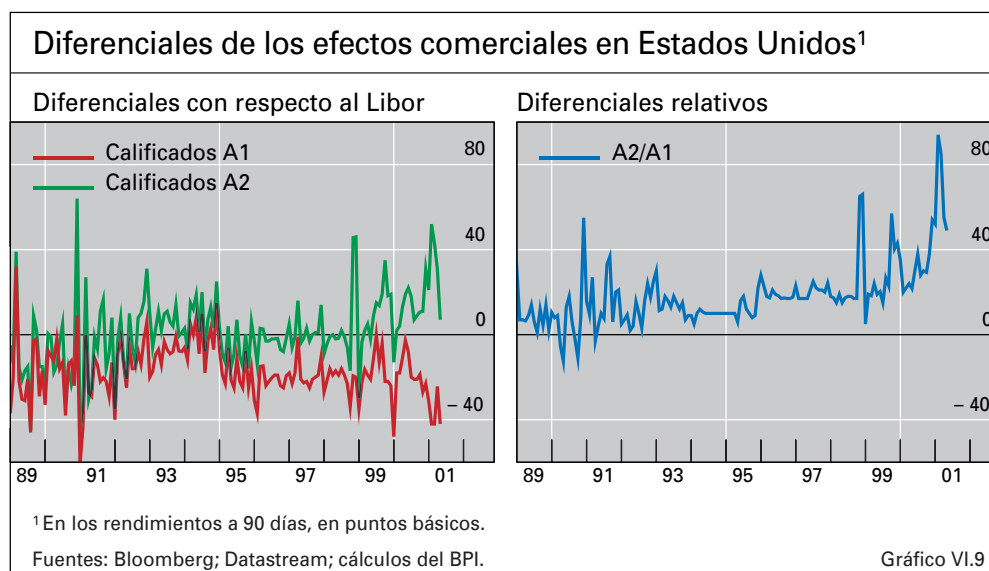
Entre finales del 2000 y principios del 2001, la amplitud y variabilidad de los diferenciales registradas en el mercado de efectos comerciales, caracterizado normalmente por su estabilidad, llevaron a algunos emisores a recurrir a sus líneas de crédito de reserva. El incremento en el cuarto trimestre del diferencial de rendimiento entre las emisiones en dólares de Estados Unidos mejor calificadas y las de peor calidad ha sido habitual en los últimos años. Sin embargo, a finales del 2000 el mercado de efectos comerciales experimentó un aumento excepcionalmente elevado que persistió hasta bien entrado el nuevo año (gráfico VI.9). Este aumento se debió a varios factores, entre los que se encuentran la revisión a la baja de la calificación de grandes emisores, como Xerox y Lucent Technologies, la creencia de que las empresas eléctricas de California suspenderían sus pagos en enero, el hecho de que los prestatarios optaran por las emisiones de deuda a corto plazo a finales de año y la reticencia de los bancos a conceder líneas de crédito de reserva sin una prima de riesgo adicional. En respuesta a esta situación, muchos prestatarios optaron por refinanciar sus títulos a corto plazo en los mercados de deuda a largo plazo cuando mejoraron las condiciones de financiación a largo plazo en el primer trimestre del 2001.

... cuando los problemas afectaron al mercado de efectos comerciales

Durante la tercera fase de variaciones de los diferenciales crediticios, las emisiones de los prestatarios peor calificados se recuperaron. En los primeros meses del 2001, las curvas de rendimientos de los mercados de *swaps* en las tres principales monedas se desplazaron en sentido descendente, debido al empeoramiento de las perspectivas de crecimiento y al recorte previsto de los tipos oficiales. Este descenso estuvo acompañado de una reducción de los diferenciales crediticios, al disminuir la preocupación de los operadores por la revisión a la baja de las calificaciones efectuada en la fase anterior. La espectacular reducción de los costos globales de financiación provocada tanto por los desplazamientos de la curva de rendimientos como por la reducción de los diferenciales crediticios animó a los prestatarios a retornar a los mercados de capitales. Las empresas de telecomunicaciones, en particular, aprovecharon sin dilación la mejora del mercado. En el primer trimestre del

En la tercera fase, la disminución de los rendimientos y la reducción de los diferenciales crediticios ...

... reavivaron las emisiones peor calificadas



2001, emitieron 49.000 millones de dólares en el mercado internacional de capitales, de los que 16.000 millones corresponden a la mayor emisión de bonos de todos los tiempos, llevada a cabo por France Telecom.

Esta recuperación de las emisiones tuvo su origen, en parte, en un adelantamiento de la financiación por parte de los prestatarios que pensaban que la mejora de las condiciones crediticias podía no ser duradera y, en parte, en la demanda de capital, reprimida desde el último trimestre del 2000. Si la desaceleración del crecimiento mundial supera las predicciones actuales, los diferenciales crediticios podrían reanudar su tendencia ascendente, mientras que si el crecimiento se recupera rápidamente, las curvas de rendimientos podrían retomar un sentido ascendente. Ante esa incertidumbre, parece que los prestatarios optaron por asegurarse la financiación en los mercados de capitales mientras los costos siguieran siendo moderados de acuerdo con los patrones históricos (gráfico VI.5).

La reducción prevista del volumen de préstamos bancarios contribuyó asimismo a la emisión de bonos a principios del 2001. Al empeorar las condiciones crediticias en el segundo semestre del 2000, los bancos se encontraron con riesgos imprevistos frente a prestatarios de calidad inferior. Durante el 2000, los bancos comerciales habían concedido numerosos créditos a corto plazo a empresas de telecomunicaciones presuponiendo que estos préstamos se refinanciarían en los mercados de capitales. La actividad del mercado de préstamos sindicados refleja el volumen de créditos concedidos por los bancos a estas empresas: dichos créditos pasaron de sumar un total de 70.000 millones de dólares en 1999 a 252.000 millones en el 2000. Al aumentar los diferenciales en el segundo semestre del 2000, las empresas terminaron experimentando mayores dificultades para refinanciar estos préstamos en los mercados de capitales, por lo que los bancos se vieron obligados a buscar diferentes vías para reducir su nivel de riesgo frente a las empresas de telecomunicaciones.

Ciclos del crédito en 1990 y en el 2000

A pesar del incremento de los diferenciales crediticios y del carácter intermitente de las emisiones, la revisión a la baja de los beneficios empresariales previstos afectó, por lo general, en menor medida a los mercados de bonos que a los de acciones. En algunos sectores, especialmente en el de telecomunicaciones, el aumento de los diferenciales crediticios en el 2000 reflejó la explosión de la burbuja del mercado de acciones. Sin embargo, los mercados de bonos habían tardado mucho más que los de acciones en recuperarse de la crisis financiera de 1998, en la que los diferenciales habían alcanzado por última vez niveles comparables a los máximos registrados a finales del 2000, por lo que no tenían tantas posibilidades de bajar. No obstante, la solidez financiera global del sector de las empresas desempeñó un papel fundamental en la evolución tanto del mercado de acciones como del de bonos. Desde esta perspectiva, el año 2000 tuvo mucho en común con el de 1990. En ambas ocasiones, la preocupación por el excesivo endeudamiento, los elevados precios del petróleo y la desaceleración de la economía de Estados Unidos se tradujo en un debilitamiento similar de los

Refinanciación de los préstamos bancarios por medio de la emisión de títulos a comienzos del 2001

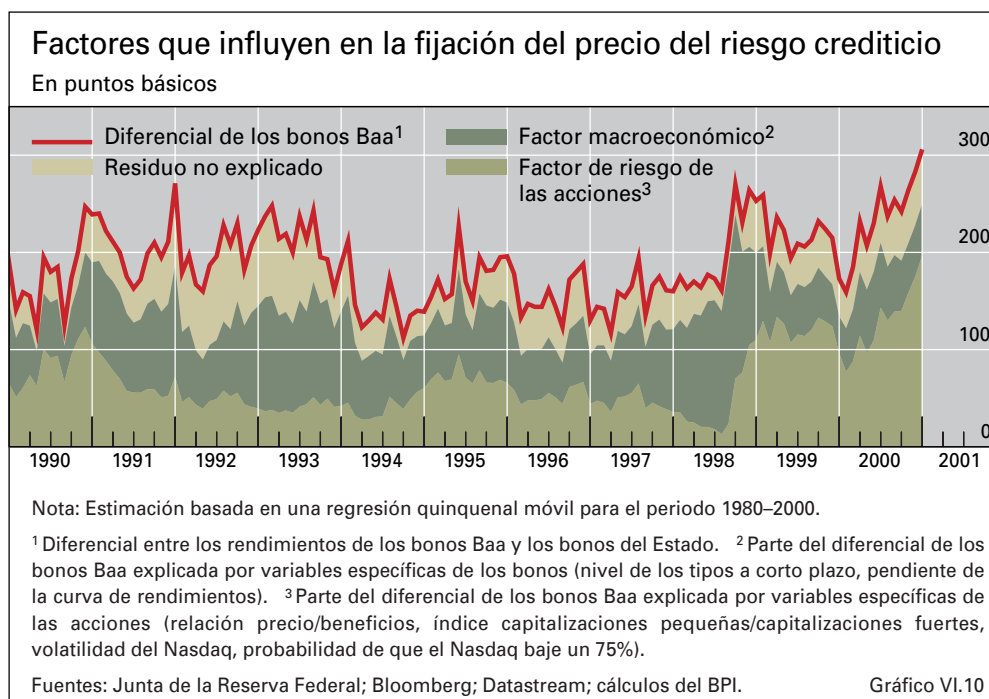
mercados de acciones y un aumento de los diferenciales crediticios. Ambos episodios ilustran las consecuencias de los ciclos financieros para el precio de mercado del riesgo crediticio (véase el capítulo VII).

Existen algunas pruebas de que el mercado de bonos comenzó a preocuparse por las valoraciones de los activos de las empresas a finales de 1998, un año y medio antes de que las revisiones a la baja de las valoraciones comenzaran a provocar un brusco descenso del nivel global de los precios de las acciones. El gráfico VI.10 descompone el diferencial de rendimiento entre los bonos Baa y los títulos comparables del Tesoro de Estados Unidos en la parte atribuible a factores macroeconómicos generales y la parte atribuible a factores que han impulsado tradicionalmente los precios de las acciones. Estos últimos —entre los que se encuentran la relación precio/beneficios, las valoraciones de las acciones de capitalización tanto reducida como elevada y la volatilidad del mercado— desempeñaron un papel relativamente más importante en la determinación del diferencial de rendimiento durante 1990 y 1998–2000 que durante los años intermedios.

A pesar de los elementos comunes que hay tras la evolución de los mercados de bonos de empresas en 1990 y en el 2000, también existen importantes diferencias entre los dos episodios. En primer lugar, en el 2000, el aumento de los diferenciales crediticios tuvo sin duda carácter mundial, observándose también en Europa y en otras regiones. En 1990, los mercados de deuda empresarial estaban mucho menos desarrollados, salvo en Estados Unidos, y el encarecimiento de las primas de riesgo crediticio fue un fenómeno principalmente estadounidense. En segundo lugar, los balances de los bancos han tendido a mostrar un mayor grado de solvencia en el episodio más reciente, por lo que es improbable que el crédito bancario se contraiga hoy en la misma medida que a principios de los años noventa. En tercer lugar, aunque las emisiones disminuyeron ligeramente en el 2000, en especial las de

Los factores relacionados con el riesgo de las acciones desempeñaron un importante papel en 1990 y en el 2000 ...

... pero hubo importantes diferencias



prestarios de calidad media y baja, la disminución no guarda paralelismo alguno con la espectacular caída que experimentaron las emisiones de elevado rendimiento en 1990. En cuarto lugar, en 1990 los bonos de elevado rendimiento eran principalmente obligaciones de empresas relativamente consolidadas que habían intervenido en operaciones de adquisiciones apalancadas. En ese momento, los inversionistas confiaban en su capacidad para valorar los activos subyacentes. La oleada más reciente de emisiones de alto rendimiento ha financiado, por el contrario, capital circulante en los sectores tecnológicos en plena expansión que poseían un volumen relativamente reducido de activos tangibles. Como consecuencia, en el 2000 se estableció una relación mucho más estrecha entre las convulsiones de los mercados de acciones y las de los mercados de bonos, que dejaron translucir una creciente incertidumbre sobre las valoraciones de los activos.

Financiación externa para los mercados emergentes

El descenso que experimentaron los precios en los mercados financieros de los países industrializados durante el 2000 se propagó a los mercados emergentes, lo cual contribuyó a aumentar los diferenciales de los bonos y a debilitar los mercados de acciones, especialmente en Asia y en América Latina. Sin embargo, los efectos de la propagación fueron más limitados que durante otros episodios recientes de empeoramiento de la situación financiera. Por otra parte, parece que los inversionistas distinguieron mejor entre los distintos países en función de su situación económica, de manera que los diferenciales aumentaron sobre todo en las economías en las que se percibía un mayor riesgo crediticio. No obstante, la debilidad de la demanda de financiación externa y los cambios estructurales de la conducta de los inversionistas continuaron reduciendo los flujos de préstamos bancarios y emisiones de títulos hacia los mercados emergentes.

La mayoría de los mercados de acciones emergentes siguieron la misma tendencia a la baja que los mercados de acciones de los países industrializados durante el 2000 y a principios del 2001. Los mercados asiáticos fueron los que registraron caídas más acusadas, debido, en gran parte, a que los valores tecnológicos tenían un peso relativamente importante en estos mercados (véase el capítulo III). Asimismo, parece que la caída del índice Nasdaq influyó por sí sola en los mercados de acciones emergentes, aun teniendo en cuenta la composición sectorial de estos mercados. Es el caso, sobre todo, de América Latina, como lo demuestran los coeficientes estimados de una regresión de los rendimientos de las acciones en los mercados emergentes con respecto a los factores sectoriales y a los rendimientos del Nasdaq (gráfico VI.11). El gráfico muestra que una vez que se elimina el efecto sectorial, el Nasdaq apenas tiene por sí solo capacidad para explicar la evolución de la mayoría de los mercados asiáticos estudiados, salvo en 1998. En cambio, en los mercados de América Latina el Nasdaq ha producido desde 1996 un efecto independiente y significativo desde el punto de vista estadístico, aunque en general poco pronunciado, en el rendimiento local de al menos uno de los cuatro mercados.

Las correlaciones sectoriales influyeron en los mercados de acciones emergentes

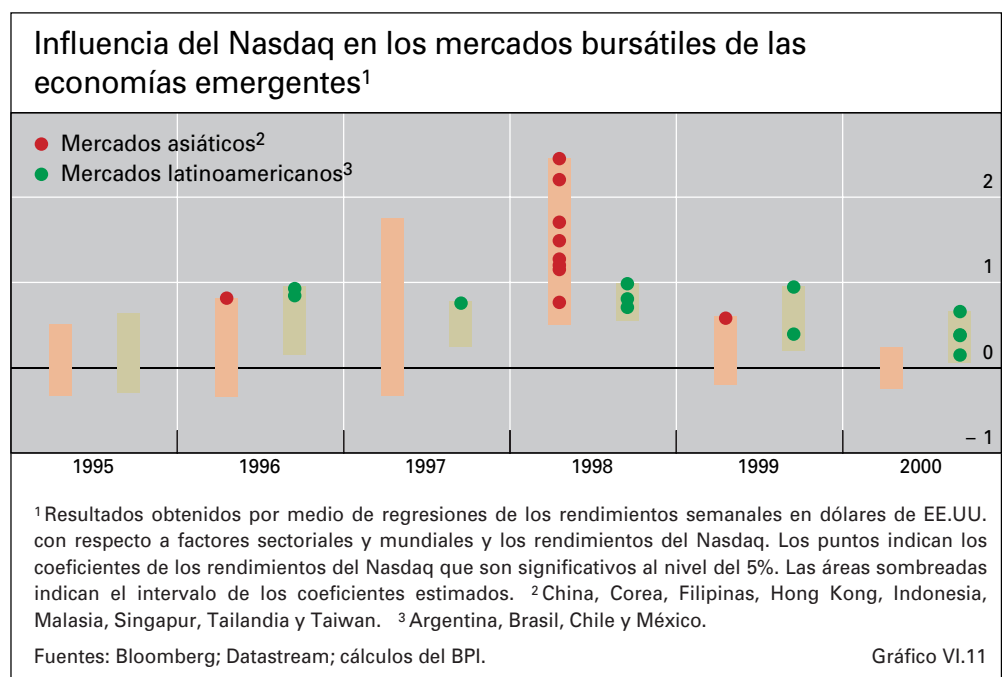
Mientras que la evolución de los diversos mercados de acciones siguió una trayectoria similar, no ocurrió así con la deuda soberana de los mercados emergentes, cuyos diferenciales se alejaron de los de las emisiones de prestatarios de calificación equivalente de los países industrializados. Los diferenciales de los mercados emergentes aumentaron como los de las emisiones de alto rendimiento en algunas ocasiones, sobre todo durante el segundo trimestre del 2000 y a finales de año, pero en conjunto se mantuvieron más bajos (véase el gráfico III.2). Los inversionistas revisaron sin dilación el precio de la deuda de los países que tenían dificultades específicas, como Argentina, Filipinas y Turquía. Sin embargo, los diferenciales crediticios de algunos de los grandes prestatarios de las economías emergentes, entre los que se encuentran Brasil, Corea, México y Tailandia, se mantuvieron más o menos constantes durante el año.

A pesar de la existencia de condiciones de financiación relativamente favorables, los flujos internacionales de préstamos bancarios y emisiones de títulos hacia los países en vías de desarrollo continuaron siendo moderados (gráfico VI.12). Las emisiones netas de títulos internacionales de deuda por parte de estos países ascendieron en total a 42.000 millones de dólares, cifra similar a las registradas en 1998 y 1999. Tres cuartas partes de esta cifra corresponden a cuatro países: Argentina, Brasil, México y Turquía. Los prestatarios asiáticos y europeos acudieron al mercado para refinanciar los bonos internacionales que vencían, pero apenas aumentaron su financiación neta.

El reducido nivel de emisión de bonos estuvo acompañado de un ininterrumpido aletargamiento de los préstamos bancarios. El volumen de préstamos transfronterizos concedidos a los países en vías de desarrollo por los bancos que comunican información al BPI cayó otros 10.000 millones de dólares en el 2000, cifra significativamente inferior a la de 70.000 millones de 1999. Los bancos aumentaron sus posiciones de riesgo frente a diversos

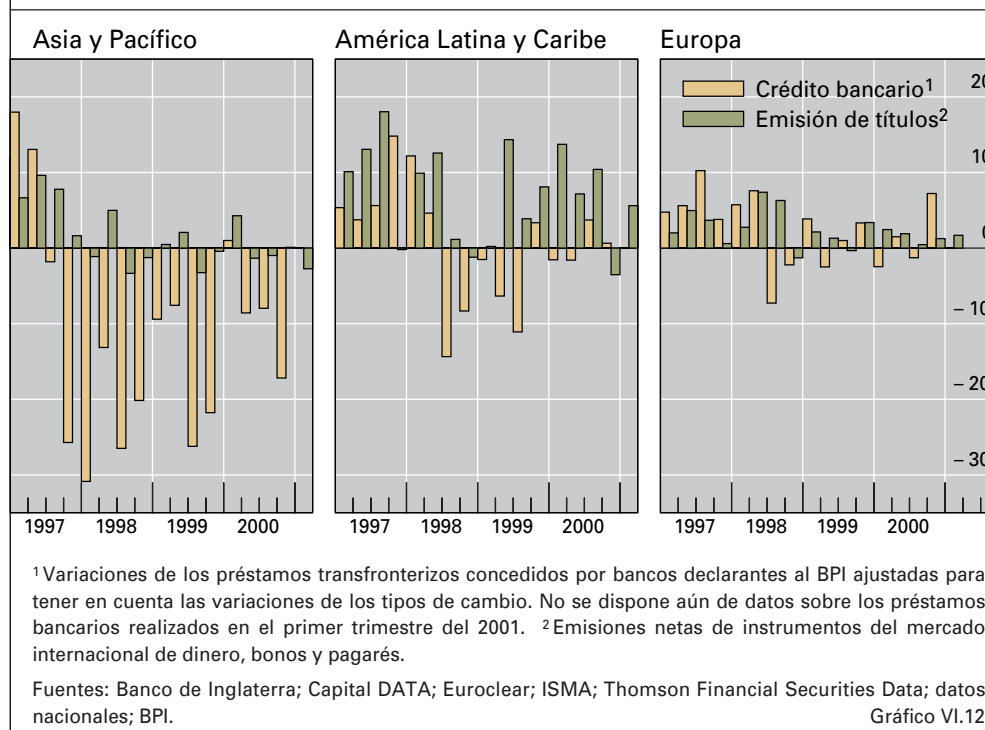
Los diferenciales de las emisiones de crédito soberano fueron más bajas que los de las emisiones de alto rendimiento ...

... pero los flujos de préstamos bancarios y emisiones de títulos continuaron siendo moderados



Países en vías de desarrollo: financiación internacional bancaria y de títulos

Por región de residencia del prestatario, en miles de millones de dólares de EE.UU.



países de Europa y América Latina, pero este aumento se vio contrarrestado en gran parte por un incremento de las devoluciones de países en vías de desarrollo de Asia y África.

Son varios los factores que han contribuido a que los diferenciales de los mercados emergentes se hayan alejado de los diferenciales de alto rendimiento y a que el nivel de financiación internacional fuera persistentemente bajo en los países en vías de desarrollo. Uno de los factores que afecta tanto a los préstamos a las economías emergentes como a los flujos de depósitos procedentes de ellas ha sido la mejora de su posición externa (véase el capítulo III). En el 2000, los países en vías de desarrollo registraron en conjunto el superávit por cuenta corriente más elevado de las dos últimas décadas. El fortalecimiento de la posición externa de los países exportadores de petróleo fue, en gran parte, el motivo de esta mejora.

En 1999, una parte sustancial de los superávit por cuenta corriente de los países asiáticos en vías de desarrollo se había reciclado en el sistema financiero internacional en forma de devoluciones de préstamos bancarios. En el 2000, esos superávit tendieron a reciclarse mediante el depósito del exceso de divisas en bancos internacionales. De hecho, como consecuencia del volumen sin precedentes de los depósitos de países asiáticos y de los países exportadores de petróleo, en el 2000, las entradas netas en bancos declarantes al BPI procedentes de los países en vías de desarrollo fueron superiores a las salidas netas acumuladas de estos países durante la crisis financiera de 1997–99 (gráfico VI.13). En el 2000, los países en vías de desarrollo depositaron una cifra histórica de 145.000 millones de dólares en

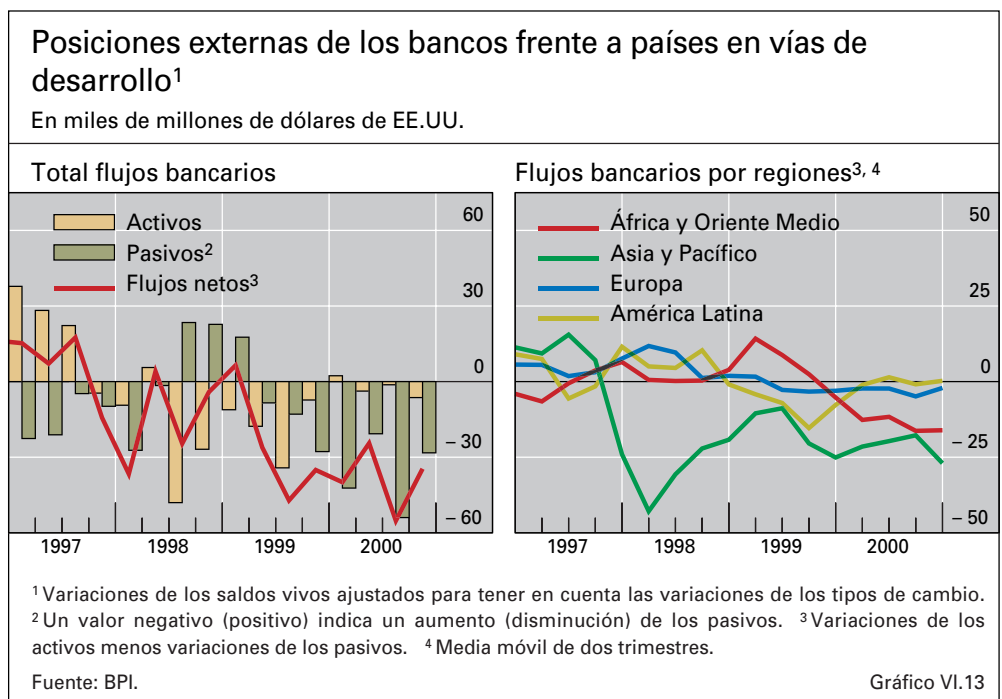
Los superávit por cuenta corriente se reciclaron en forma de depósitos

bancos internacionales, lo que equivale aproximadamente a un 125% de su superávit por cuenta corriente agregado. Sin embargo, a diferencia de lo que ocurrió en los años setenta, en que los petrodólares depositados por países exportadores de petróleo en bancos internacionales provocó un aumento de los préstamos transfronterizos a los países en vías de desarrollo, los recientes flujos de depósitos no volvieron a estos países.

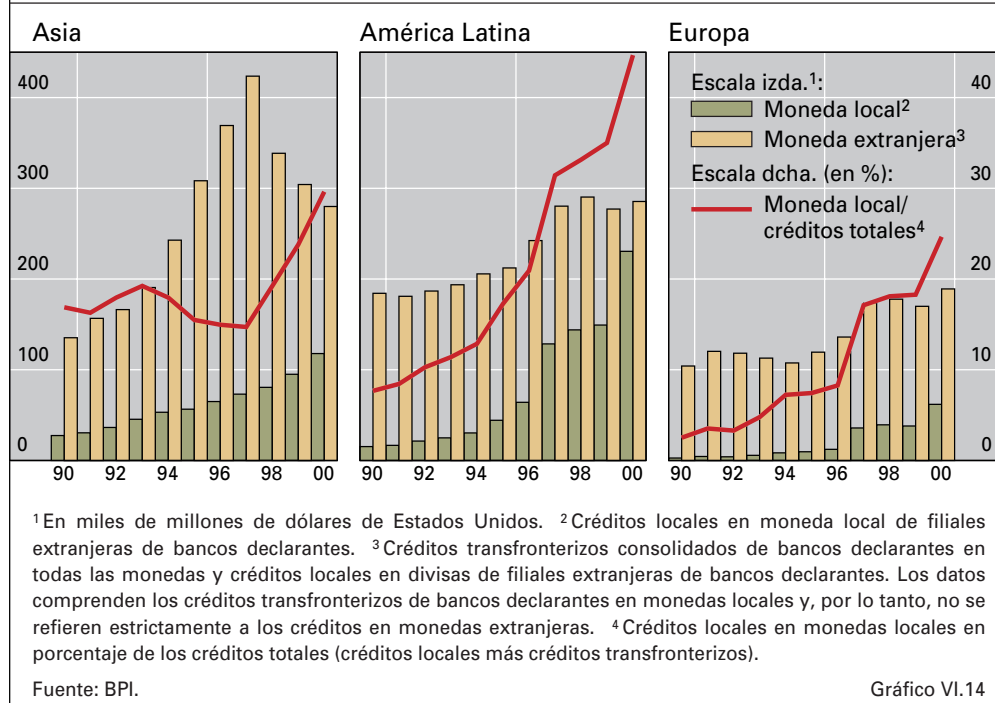
El segundo factor que ha influido sobre los préstamos internacionales a los mercados emergentes en los últimos años ha sido la reducción del peso de estos mercados en las carteras de los inversores globales activos. Tras las pérdidas experimentadas durante las crisis financieras de 1997–99, los negocios propios de tesorería de los bonos y los fondos de cobertura redujeron su participación en la negociación de la deuda de los mercados emergentes, lo que afectó negativamente a la liquidez de los títulos de estos mercados. Pero también redujo el papel de las condiciones crediticias y de la disposición a asumir riesgo a escala mundial en la determinación de los diferenciales crediticios de los mercados emergentes, ayudando así a reducir la relación entre los diferenciales de los mercados emergentes y los de elevado rendimiento.

El tercer cambio de carácter estructural que se ha producido en la financiación de los mercados emergentes es la creciente presencia de bancos extranjeros en los sistemas financieros nacionales. En los últimos años, los bancos españoles han adquirido diversos bancos en América Latina, sobre todo en Brasil, Chile y México. Como consecuencia, los créditos de los bancos declarantes al BPI denominados en moneda local a la región casi se cuadruplicaron entre 1995 y el 2000 (gráfico VI.14). Esos créditos son ahora casi equivalentes a los denominados en divisas de los bancos declarantes sobre prestatarios latinoamericanos. Asimismo, los bancos de Alemania, Italia y otros países europeos han incrementado su presencia en Europa Central,

Los bancos extranjeros han entrado en los sistemas financieros nacionales



Créditos consolidados de los bancos declarantes al BPI sobre los países en vías de desarrollo



especialmente en Polonia, lo que ha provocado un acusado aumento de los créditos de los bancos extranjeros denominados en moneda local a esa región. La expansión de los bancos extranjeros en Asia ha sido más lenta, pero ha mostrado una clara tendencia ascendente, a pesar del repliegue de los bancos japoneses a finales de los años noventa. Es posible que la expansión de los bancos extranjeros en los sistemas financieros nacionales haya puesto freno a los préstamos transfronterizos al llevar a los bancos adquirentes a revisar su riesgo país global.

Funcionamiento de los mercados

Los mercados funcionaron satisfactoriamente a pesar de las caídas de los precios

Resulta tranquilizador observar que los mercados financieros funcionaron satisfactoriamente en el 2000 a pesar del descenso de los precios, de la elevada volatilidad y de los cambios de las pautas de emisión subyacentes. En el tercer trimestre de 1998, la huida hacia los instrumentos líquidos de bajo riesgo desencadenó un círculo vicioso de empeoramiento de la situación de liquidez en los mercados de bonos y de acciones, lo que afectó seriamente al funcionamiento del sistema financiero mundial. Durante el año 2000, el estallido de la burbuja del mercado de acciones, la revisión de los precios del riesgo crediticio y la incertidumbre sobre las condiciones de oferta en los principales mercados de bonos soberanos llevaron a dudar, aunque en menor medida, de la capacidad de los mercados para funcionar de modo satisfactorio. Sin embargo, al final parece que los mercados han soportado bien estas presiones.

A pesar del número excepcionalmente elevado de repentinas y marcadas oscilaciones de los precios, los mercados de acciones continuaron

funcionando y los precios reflejaron al parecer los cambios de opinión de los inversionistas, así como la publicación de nueva información. Diecinueve de las cien mayores variaciones porcentuales diarias del índice S&P 500 registradas desde 1980 se produjeron en el 2000 o en el primer trimestre de 2001 y algunas de ellas provocaron cortocircuitos que interrumpieron temporalmente la actividad en los mercados bursátiles. No obstante, las condiciones de liquidez siguieron siendo benignas en la mayoría de los mercados y fue posible, por lo general, realizar las transacciones.

La liquidez resistió en los mercados de acciones

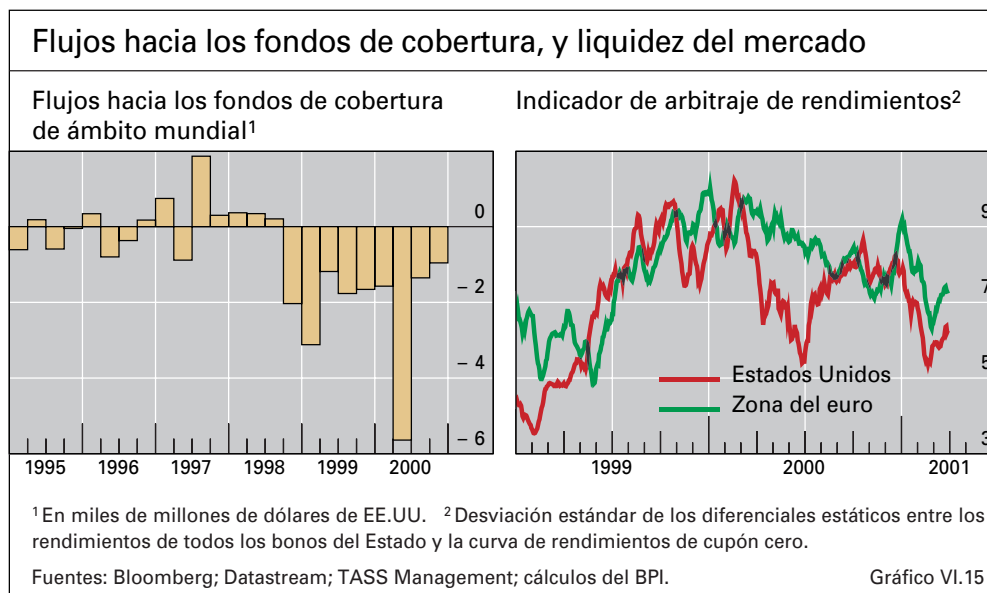
Una de las causas de las acusadas fluctuaciones de los precios fue el continuo aumento que experimentó, durante el periodo examinado, el número de anuncios sobre beneficios, ya fueran positivos, negativos o neutros (gráfico VI.2, panel de la derecha). La divulgación de esa información se debió a la entrada en vigor de nuevas disposiciones de la Securities and Exchange Commission de Estados Unidos que obligaban a las empresas que cotizan en bolsa a facilitar al público información de especial relevancia al mismo tiempo que a los analistas y a los grandes inversores. Es posible que estas nuevas disposiciones sirvieran no sólo para acelerar la respuesta de los mercados a la información facilitada por las empresas sino también para reducir la influencia de los flujos negociados sobre los precios. Hasta hace poco, esa información tendía a transmitirse al mercado, con un cierto grado de interferencias, a través de las transacciones de los inversores mejor informados.

El mercado de efectos comerciales también funcionó como se esperaba. El brusco aumento que experimentaron los diferenciales entre finales del 2000 y principios del 2001 se debió a un número excepcionalmente alto de revisiones a la baja de la calificación de grandes empresas emisoras. Estas revisiones obligaron a los principales compradores de efectos comerciales —fondos comunes de inversión— a vender los títulos afectados, con el fin de respetar los límites reglamentarios de sus tenencias de instrumentos de calidad inferior. Aún así, como ya se ha señalado, tanto las empresas de primera calidad crediticia como las de calidad inferior consiguieron emitir un importe elevado de deuda en el cuarto trimestre, demostrando que la actividad del mercado en su conjunto no se detuvo. Los emisores apartados de este mercado pudieron recurrir a líneas de crédito de reserva que habían negociado previamente con los bancos para hacer frente precisamente a esta contingencia.

Los prestatarios fueron apartados del mercado de efectos comerciales ...

Otra señal de que los mercados funcionaron de modo satisfactorio durante este periodo fue la ausencia de grandes quiebras de instituciones con alto grado de actividad en la negociación de títulos, ya actuaran como intermediarios financieros o por cuenta propia. En 1990, las emisiones y transacciones de bonos de elevado rendimiento prácticamente se paralizaron debido a la desaparición de Drexel Burnham Lambert, que era en ese momento el principal suscriptor y creador de mercado en este segmento. En el tercer trimestre de 1998, los riesgos de contraparte de un fondo de cobertura en dificultades, Long-Term Capital Management, provocaron por sí solos una rápida pérdida de liquidez en los mercados de bonos. El episodio de 1998 indujo, a su vez, a muchas instituciones financieras de primer orden

... pero pudieron recurrir a líneas de crédito de reserva



a reducir o a paralizar sus operaciones por cuenta propia y a vigilar más de cerca sus riesgos crediticios. En ambos casos, el repentino cierre de una entidad considerada como uno de los principales suministradores de liquidez en ciertos sectores tuvo una repercusión sorprendentemente intensa de carácter más general en los mercados. Sin embargo, durante este episodio más reciente no se ha producido ningún proceso de ese tipo, lo cual induce a pensar que tal vez hayan fructificado los esfuerzos realizados desde la crisis de 1998 para fortalecer la gestión de los riesgos.

A comienzos del 2000, el proceso de adaptación a la disminución de la oferta de nuevos bonos de gobierno llevó a algunos observadores a manifestar su preocupación por la forma en que los principales mercados de deuda, especialmente el mercado en dólares de Estados Unidos, funcionarían en épocas normales y, aún más, en los periodos de tensiones. Los operadores se habían acostumbrado a recurrir mayoritariamente a los bonos de deuda pública como referencia para fijar los precios de otros títulos, para realizar operaciones de cobertura y para adoptar posiciones en lo que se refiere a duración y a volatilidad, como base para los contratos de futuros y como aval para los préstamos garantizados. Sin embargo, el fluido funcionamiento de los mercados financieros en el 2000 sugiere que los operadores encontraron instrumentos privados que podían cumplir muchas de las funciones de los títulos del Estado. En el mercado en dólares de Estados Unidos, los agentes se acomodaron a la utilización de emisiones de agencias semipúblicas y de *swaps*, tanto a efectos de referencia como para realizar operaciones de cobertura. En el mercado denominado en euros, la adaptación a las referencias privadas fue menos intensa, puesto que los inversionistas ya se habían acostumbrado a utilizar la curva de los *swaps* en euros para fijar los precios y realizar operaciones de cobertura. Por otra parte, se esperaba que la disminución de las emisiones de bonos de deuda pública fuera menos pronunciada.

La reducción de la prima de liquidez en el 2000 refleja este proceso de adaptación. La crisis del otoño de 1998 había suscitado la preocupación de los

Los inversionistas encuentran instrumentos privados ...

... para sustituir los títulos del Estado

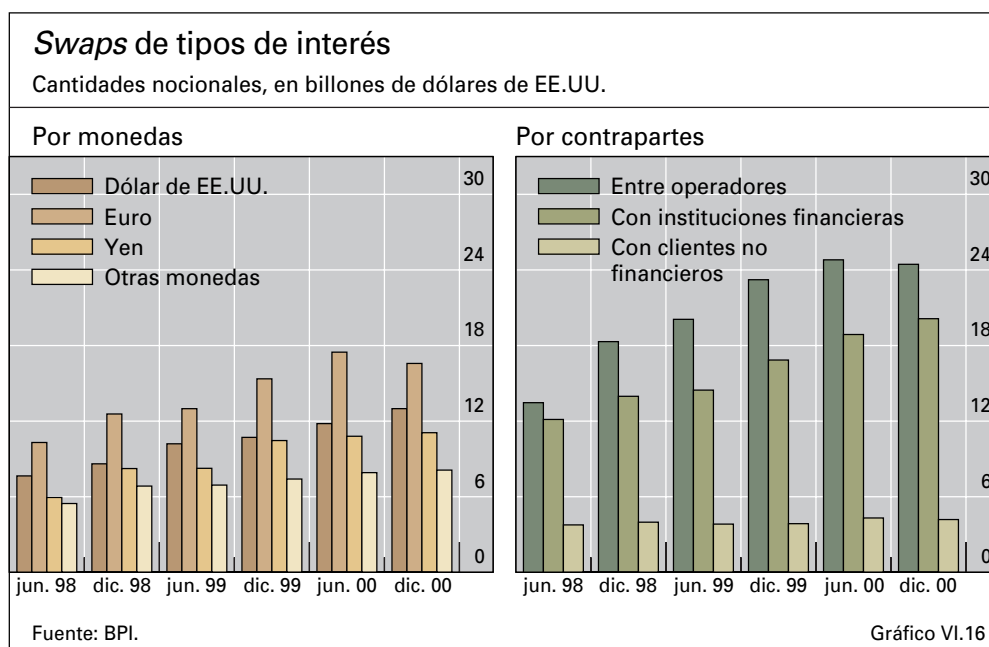
inversionistas por el riesgo de liquidez y había contribuido, a su vez, a que los rendimientos de los diferentes bonos soberanos se alejaran en gran medida de la curva de rendimientos ajustada (gráfico VI.15). La preocupación por las condiciones de liquidez, medida por la magnitud de estas desviaciones, alcanzó un máximo en el primer trimestre del 2000. A medida que los inversionistas se acostumbraron a tener títulos privados, a fijar los precios de esas emisiones y a proporcionarles cobertura con instrumentos distintos de los bonos soberanos, este indicador disminuyó tanto en los mercados denominados en euros como en los denominados en dólares de Estados Unidos. Un paso significativo hacia la estabilización de la prima de liquidez en el mercado de bonos del Tesoro de Estados Unidos fue la desaparición en septiembre de la anómala inversión de los rendimientos a 10 y a 30 años.

Parece que los *swaps* de tipos de interés son el candidato con más posibilidades de ocupar el lugar de los bonos soberanos como principal instrumento de referencia. El importe nominal de *swaps* de tipos de interés pendientes creció un 11% en el 2000, ascendiendo a 49 billones de dólares (gráfico VI.16). El mercado de *swaps* denominado en las monedas predecesoras del euro era mayor en términos nominales que el mercado en dólares incluso antes de la introducción de la moneda única. Desde 1999, el mercado en euros ha cobrado más importancia que el mercado en dólares, utilizándose los *swaps* para operaciones de cobertura, la determinación de los precios y otros fines para los que se tendía a utilizar los valores del Tesoro de Estados Unidos en el mercado en dólares. Este mercado está siguiendo el ejemplo del mercado en euros, recurriendo cada vez más a los *swaps* para realizar operaciones de cobertura y otros fines. Sin embargo, los bonos del Tesoro de Estados Unidos siguen siendo el instrumento de referencia predominante en el segmento del dólar.

La capacidad de los *swaps* para asumir muchas de las funciones que antes realizaban los bonos del Estado se ha visto favorecida por la

Los *swaps* se convierten en instrumentos de referencia ...

... pero aumenta la concentración de los operadores



desaparición gradual de ciertos temores relativos al riesgo crediticio. Los operadores y los consumidores han elaborado un conjunto de normas sobre aceptación de garantías y documentación que al parecer han recibido una amplia acogida en los mercados de *swaps* denominados en las principales monedas mundiales. Es posible que estas medidas, al reducir la exposición al riesgo crediticio relacionado con las posiciones en *swaps*, hayan contribuido a que los diferenciales de los *swaps* se hayan alejado de los del crédito a las empresas en el 2000 y a principios del 2001.

No obstante, los mercados de *swaps* han tenido que adaptarse a la continua disminución de la cantidad de capital de riesgo existente para financiar las transacciones como consecuencia de las fusiones y de la menor disposición a asumir riesgos por parte de las grandes instituciones intermediarias. Esto queda demostrado en los datos del segundo semestre del 2000, en el que las operaciones con *swaps* entre operadores disminuyeron, a pesar de que aumentó la actividad total. Al reducirse el número de creadores de mercado activos, podría resultar cada vez más difícil para los operadores compensar entre ellos las órdenes de sus clientes, lo que podría producir, a su vez, un efecto negativo en la liquidez que pueden ofrecer a sus clientes.

VII. Ciclos y sistema financiero

Aspectos más destacados

En las últimas décadas, la liberalización de los sistemas financieros ha mejorado la oferta de servicios así como la asignación de recursos en este ámbito. No obstante, es posible que la liberalización haya contribuido además a acentuar los ciclos financieros y estos, a su vez, a amplificar los ciclos macroeconómicos, hasta desembocar en el pasado, con demasiada frecuencia, en costosas crisis del sistema bancario. Aunque la inestabilidad financiera repercute tanto en las economías industrializadas como en las economías de mercado emergentes, los daños causados han sido especialmente graves en estas últimas.

El origen de estos ciclos suele residir en una oleada de optimismo, generada por una evolución favorable de la economía real, que lleva a subestimar el riesgo, a conceder demasiados créditos, a provocar una subida desmesurada de los precios de los activos, a invertir de forma desproporcionada en capital físico y, en algunos casos, a realizar excesivos gastos de consumo. Al final, cuando las expectativas adquieren un tono más realista, es preciso corregir los desequilibrios acumulados en la expansión, lo que a veces provoca notables perturbaciones en el sistema financiero y también en la economía real.

Aunque resolver los problemas causados por los ciclos financieros constituye una ardua tarea para las autoridades supervisoras y para los bancos centrales, la trascendencia que reviste es cada vez mayor. En principio, las autoridades económicas pueden aumentar la resistencia de la economía a estos ciclos y responder con medidas directas a la acumulación de desequilibrios financieros. Sin embargo, en la realidad, no es fácil responder de esta forma por una serie de obstáculos de orden teórico y práctico, que resulta importante superar de cara al futuro, si se quiere garantizar la estabilidad y las ventajas de los sistemas financieros liberalizados.

Ciclos financieros

Los factores financieros participan desde hace tiempo en la configuración de los ciclos económicos, pero su influencia ha ido en aumento a medida que se liberalizaban los sistemas financieros y los movimientos internacionales de capitales. La evolución de los mercados de crédito y de activos repercute en la dinámica del ciclo económico de forma más marcada que hace unas décadas y ha contribuido a aumentar la frecuencia con que se producen crisis en el sistema bancario.

Los efectos se han dejado sentir simultáneamente en las economías industrializadas y en las economías de mercado emergentes. Muchos de los países industrializados experimentaron excesos financieros a finales de los

La influencia de los factores financieros sobre los ciclos económicos es mayor ...

años ochenta, que, si bien impulsaron en parte las fases de expansión económica, crearon también las condiciones propicias para las contracciones y las dificultades financieras registradas a principios de los noventa. Desde mediados de los noventa, el dinamismo de los mercados de activos y el sólido crecimiento del crédito han vuelto a reforzar las fases expansivas. El ciclo financiero parece haber experimentado recientemente un nuevo giro en algunos países (véase el capítulo VI), contribuyendo así a frenar el crecimiento.

En numerosas economías de mercado emergentes, los ciclos financieros han sido muy marcados por efecto, normalmente, de grandes oscilaciones de los movimientos internacionales de capital. El precio ha sido alto: los costos directos de la resolución de las crisis bancarias han sobrepasado frecuentemente el 10% del PIB y los costos indirectos (pérdida de producto) han resultado aún más elevados. Las convulsiones que sufrieron algunas economías asiáticas a finales de los noventa no son más que un ejemplo.

... desde la liberalización ...

Cuando los sistemas financieros estaban muy regulados y los bancos centrales tenían como objetivo controlar los agregados monetarios o crediticios, las posibilidades de que los ciclos financieros causaran daños eran limitadas. En este tipo de sistemas, las medidas habituales para contrarrestar una rápida expansión monetaria consistían en un endurecimiento del control directo de los préstamos bancarios o en una elevación de los tipos de interés. Estas medidas limitaban el aumento del apalancamiento y la vulnerabilidad de las instituciones financieras reguladas a los desequilibrios de los mercados de activos. Aunque esos sistemas regulados podían provocar graves distorsiones en la asignación del crédito, eran menos vulnerables a las grandes oscilaciones cíclicas que se observan en el sistema actual más liberalizado.

La liberalización financiera ha ido acompañada de una significativa mutación de los balances financieros del sector privado, que ha aumentado acusadamente su nivel de deuda en relación con el PIB y ha ampliado sus tenencias de activos financieros. El crecimiento del crédito se ha vuelto más sensible tanto a la situación económica subyacente como a la percepción del riesgo, mientras que las relaciones entre los mercados de activos y el crecimiento del crédito se han reforzado. El gasto del sector privado también es cada vez más sensible a las variaciones de los precios de los activos. En conjunto, parece que la solidez de la macroeconomía y la del sistema financiero están cada vez más interrelacionadas.

... planteando nuevos retos a las autoridades económicas

Garantizar la estabilidad del sistema financiero representa, pues, un importante objetivo para muchas autoridades económicas. En las últimas décadas, algunos episodios de inestabilidad han tenido su origen en una política macroeconómica desacertada, conducente, por ejemplo, a una elevada inflación, y en una incorrecta gestión del riesgo por parte de las instituciones financieras. Ahora bien, la experiencia sugiere asimismo que pueden surgir desequilibrios financieros en un clima de baja inflación. De hecho, a pesar de las recientes mejoras de las prácticas de gestión del riesgo, puede ocurrir que una inflación persistentemente baja genere el clima de optimismo propicio a desencadenar una explosión del crédito y una subida

insostenible de los precios de los activos, sobre todo si el banco central goza de considerable credibilidad y el crecimiento económico es de carácter sólido. En ese entorno, la fase ascendente del ciclo económico puede ir acompañada de una excesiva expansión de los mercados de crédito y de una excesiva acumulación de capital y la fase descendente, de una reabsorción de estos desequilibrios. La gestión de esos ciclos puede resultar una empresa muy difícil no sólo para las autoridades monetarias sino también para las reguladoras.

Crédito y precios de los activos

Los ciclos del crédito y de los precios de los activos evolucionan por lo general al unísono y suelen reforzarse mutuamente. La subida de los precios de los activos estimula la actividad económica y, al elevar el valor de las garantías, reduce el costo del crédito y permite a empresas y a hogares obtener financiación más fácilmente. La aceleración del crecimiento y la expansión del crédito pueden traducirse en una subida de los precios de los activos. La interacción entre el mercado de crédito y el de activos puede ser aún mayor cuando los precios de los activos están bajando y la situación económica empeora. En particular, una bajada de los precios reduce el valor de las garantías en manos de las instituciones financieras y puede ocasionar, por lo tanto, grandes pérdidas a éstas y acabar contrayendo significativamente la oferta de crédito.

En las últimas décadas, las variaciones de los precios de los inmuebles, en particular, de los destinados a uso comercial, han contribuido de forma esencial a acentuar los ciclos financieros, debido en parte, al importante lugar que ocupa la propiedad inmueble en las garantías de los préstamos bancarios. Además, el mercado de inmuebles para uso comercial es especialmente vulnerable a las grandes fluctuaciones tanto de los precios como de la actividad de nueva construcción. La intensidad de las fases de expansión y de contracción de este mercado explican en gran medida los problemas que experimentaron los bancos en Australia, Estados Unidos, Finlandia, Japón, Noruega, el Reino Unido y Suecia a finales de los años ochenta y principios de los noventa y, más recientemente, en algunos países asiáticos.

La evolución de los mercados de inmuebles para vivienda también ha configurado los ciclos financieros, aunque normalmente no ha sido la principal causa directa de la inestabilidad financiera. El descenso de los precios de inmuebles para vivienda ha tendido, más bien, a retrasar la recuperación económica por sus efectos financieros adversos en el gasto de consumo de los hogares. La tendencia ascendente del endeudamiento de los hogares observada en muchos países en los últimos años probablemente ha aumentado las posibilidades de que se repita esta situación en el futuro.

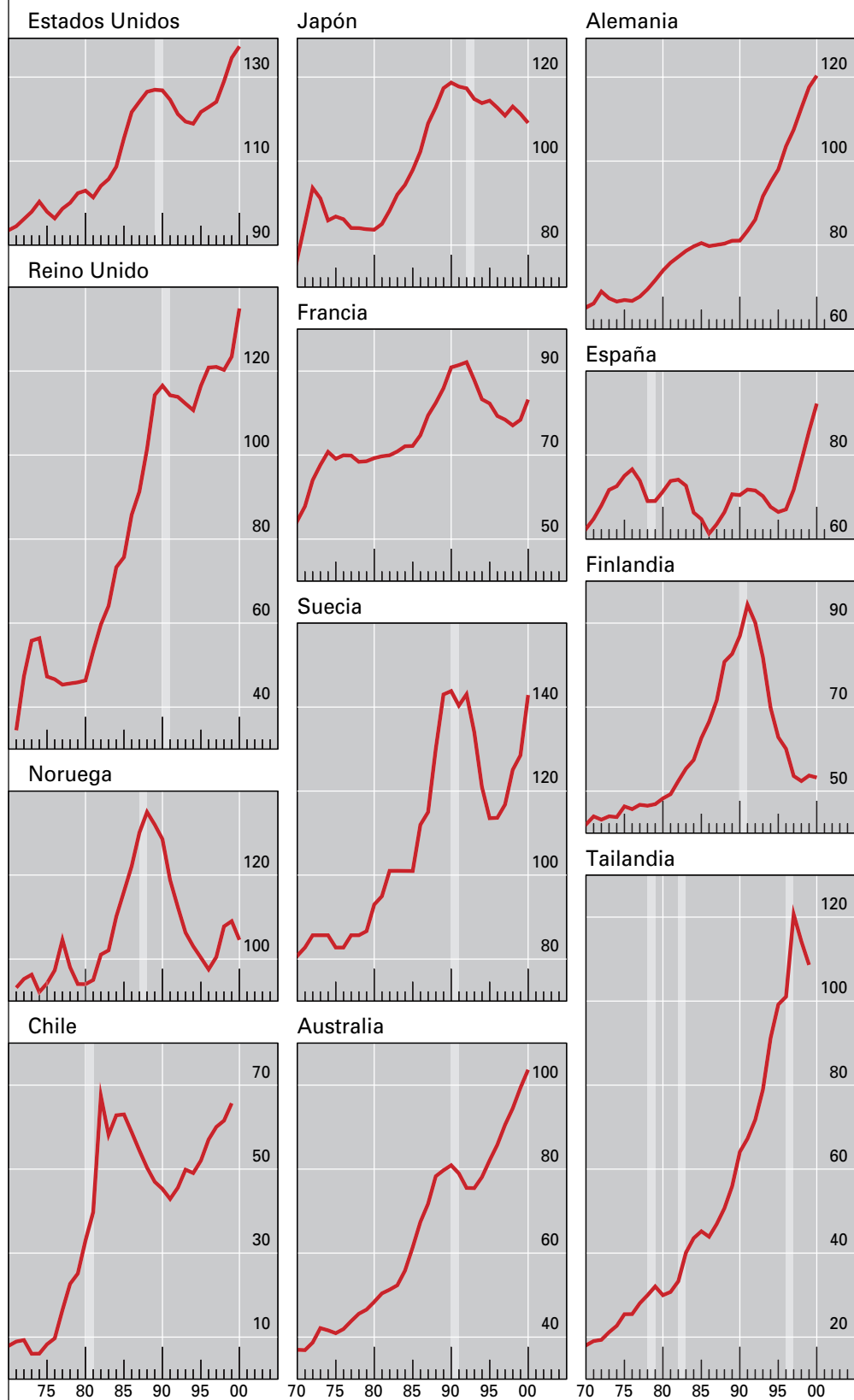
Desde mediados de la década de los noventa, los países industrializados en los que a más velocidad se expandía el crédito también han sido los que han registrado las mayores subidas de los precios de los inmuebles de uso comercial. Por ejemplo, el crédito ha crecido a un ritmo especialmente rápido en España, Irlanda, los Países Bajos y Suecia al tiempo que los precios de la

Las fases de expansión y contracción de los mercados de activos ...

... sobre todo en el mercado de inmuebles ...

... han generado históricamente inestabilidad financiera

Ciclos del crédito y tensión financiera¹



¹Crédito al sector privado en porcentaje del PIB; las diferencias entre las definiciones del crédito al sector privado limitan la posibilidad de realizar comparaciones internacionales. Las áreas sombreadas indican el comienzo de las tensiones en el sistema financiero.

Fuentes: G. Kaminsky y C. Reinhart, "The twin crises: The causes of banking and balance-of-payments problems", *American Economic Review*, junio, 1999; datos nacionales; estimaciones del BPI. Gráfico VII.1

propiedad inmueble de uso comercial de las principales ciudades de estos países experimentaban alzas notables. Sin embargo, a pesar de los indicios de recalentamiento observados en algunas ciudades, la fase ascendente del ciclo actual no se ha traducido, a escala mundial, en una expansión general de los mercados de inmuebles para uso comercial como la manifestada en los años ochenta. En la mayoría de los países industrializados, entre los que se encuentran Alemania, Estados Unidos, Francia, Italia y el Reino Unido, los precios en términos reales siguen siendo muy inferiores a los máximos anteriores, a pesar de las recientes subidas. En Japón, donde continúa dejándose sentir la desaparición del auge inmueble de la década de los ochenta, los precios han bajado en los últimos once años.

Los precios de los inmuebles de uso comercial son inferiores a los máximos registrados anteriormente en la mayoría de los países industrializados

En el ciclo financiero actual, los préstamos hipotecarios han crecido rápidamente en algunos países y los precios de los inmuebles para vivienda han experimentado grandes subidas. Por ejemplo, en Australia, Noruega, el Reino Unido y Suecia los precios nominales y reales de los inmuebles para vivienda han sobrepasado los máximos alcanzados a finales de los ochenta.

Los ciclos del crédito también suelen ir unidos a los ciclos de los precios de las acciones, aunque la conexión entre ambos procesos tiende a ser más débil que en el caso de los precios del crédito y de la propiedad inmueble. No

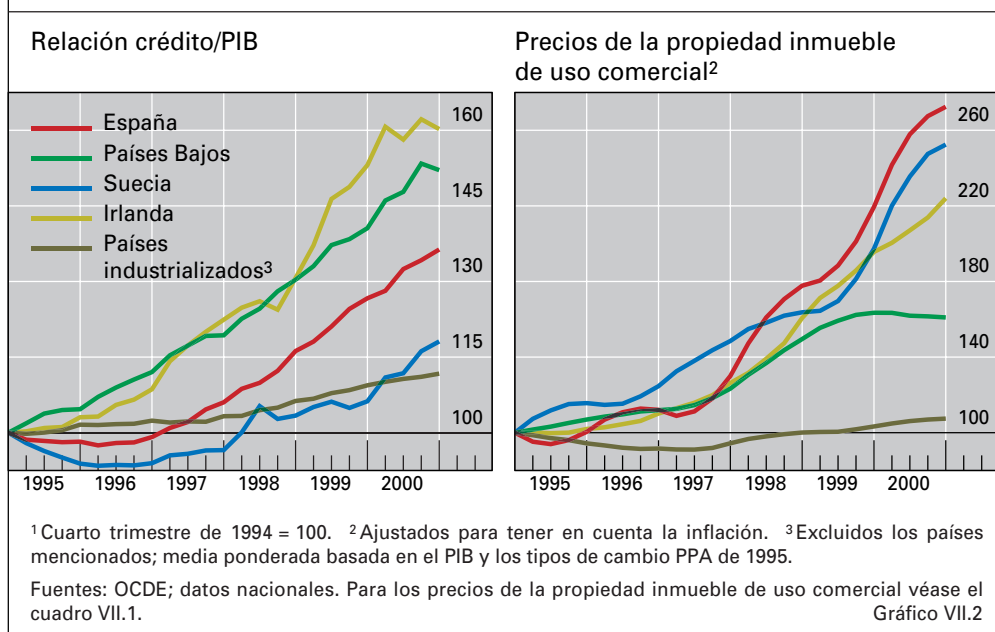
Ciclos del crédito y de los precios de los activos ¹									
	Relación crédito/PIB ²			Precios de la vivienda ³			Precios de la propiedad inmueble de uso comercial ^{3,4}		
	Fase as- cendente	Fase des- cendente	1995 4° T – 2000 4° T	Fase as- cendente	Fase des- cendente	1995 4° T – 2000 4° T	Fase as- cendente	Fase des- cendente	1995 4° T – 2000 4° T
	principios años 80–finales años 90			principios años 80–finales años 90			principios años 80–finales años 90		
Estados Unidos	25	- 7	16	.	.	30	39	-50	35
Japón ⁵	36	-11 ⁶	- 5	115	-22 ⁶	-12	132	-51 ⁶	-35
Alemania	.	.	23	59	-17 ⁶	-16	233	-43	51
Francia	22	-14	2	87	- 8	24	407	-52	88
Italia	18	- 8	11	102	-11	9	194	-54	70
Reino Unido	72	- 8	19	215	-12	68	125	-27	22
Canadá	28	- 1	11	102	- 3	10	54	-53	33
España	11	- 5	26	230	- 6	43	601	-70	210
Australia	28	- 5	22	86	.	34	578	-49	25
Países Bajos	.	.	46	.	.	88	113	-20	69
Bélgica	22	- 4	2	.	.	22	136	-26	32
Suecia	53	-30	27	121	-16	49	1.027	-83	123
Suiza	45	.	- 3	101	-25	- 6	131	-31	1
Dinamarca	12	-14	12	87	-19	46	277	-35	43
Noruega	40	-37	4	175	-26	68	245	-44	12
Finlandia	48	-42	-10	286	-58	57	912	-49	24
Irlanda	.	.	40	.	.	124	48	-17	153

¹ Ciclos delimitados por los valores máximos y mínimos de las variables representadas. ² Variaciones en puntos porcentuales durante el periodo. ³ Variaciones porcentuales durante el periodo. ⁴ Los datos normalmente se refieren a las grandes ciudades. ⁵ Los precios sólo se refieren al suelo. ⁶ Ningún mínimo identificable; el periodo concluye a finales del 2000.

Fuentes: Frank Russell Canada Limited; Investment Property Databank Ltd; Jones Lang LaSalle; Ministère de l'Équipement, des Transports et du Logement; National Council of Real Estate Investment Fiduciaries (NCREIF); Nomisma; OPAK; Ring Deutscher Makler; Sadolin & Albæk; Wüest & Partner; otras asociaciones inmobiliarias privadas; datos nacionales; estimaciones del BPI.

Cuadro VII.1

Crédito y precios de la propiedad inmueble de uso comercial¹



La expansión financiera de los años noventa se caracterizó por una extraordinaria subida de los precios de las acciones

obstante, una de las características destacadas de la fase ascendente del ciclo financiero en la segunda mitad de los noventa fue la extraordinaria subida de los precios de las acciones, especialmente en los sectores de tecnología y comunicaciones. Durante un tiempo pareció que estas subidas se reforzaban mutuamente y que contribuían a estimular el crecimiento económico, a reforzar aún más el nivel de confianza en el futuro y a aumentar la disposición de los bancos a conceder créditos, especialmente a las empresas de los sectores más favorecidos por el rápido aumento de los precios de las acciones.

Los bancos y los hogares son cada vez más vulnerables a las fluctuaciones de los precios de las acciones

Aunque las subidas de los precios de las acciones de finales de los noventa se han invertido en parte en el último año aproximadamente, no parecen haber afectado hasta ahora de forma significativa a la solidez de la mayoría de los sistemas bancarios. A pesar de la resistencia mostrada en términos generales, el grado de vulnerabilidad de muchos bancos a las fluctuaciones de los precios de las acciones se ha acentuado en la última década, debido al aumento de las operaciones por cuenta propia, de la concesión de préstamos a los hogares para financiar la compra de acciones y del peso en sus resultados de las comisiones cobradas por la gestión de activos y las operaciones de intermediación. Los ingresos de los hogares son asimismo más vulnerables a las fluctuaciones de los precios de las acciones y esta vulnerabilidad se hace cada vez más patente, sobre todo en los planes de pensiones de prestaciones definidas, lo que induce a pensar que el efecto riqueza ha aumentado en todos los países, pero especialmente en Estados Unidos.

Conducta cíclica de las instituciones y de los mercados

Los ciclos financieros se caracterizan asimismo por variaciones cíclicas del grado de preferencia por el riesgo y de la cuantificación y valoración de éste

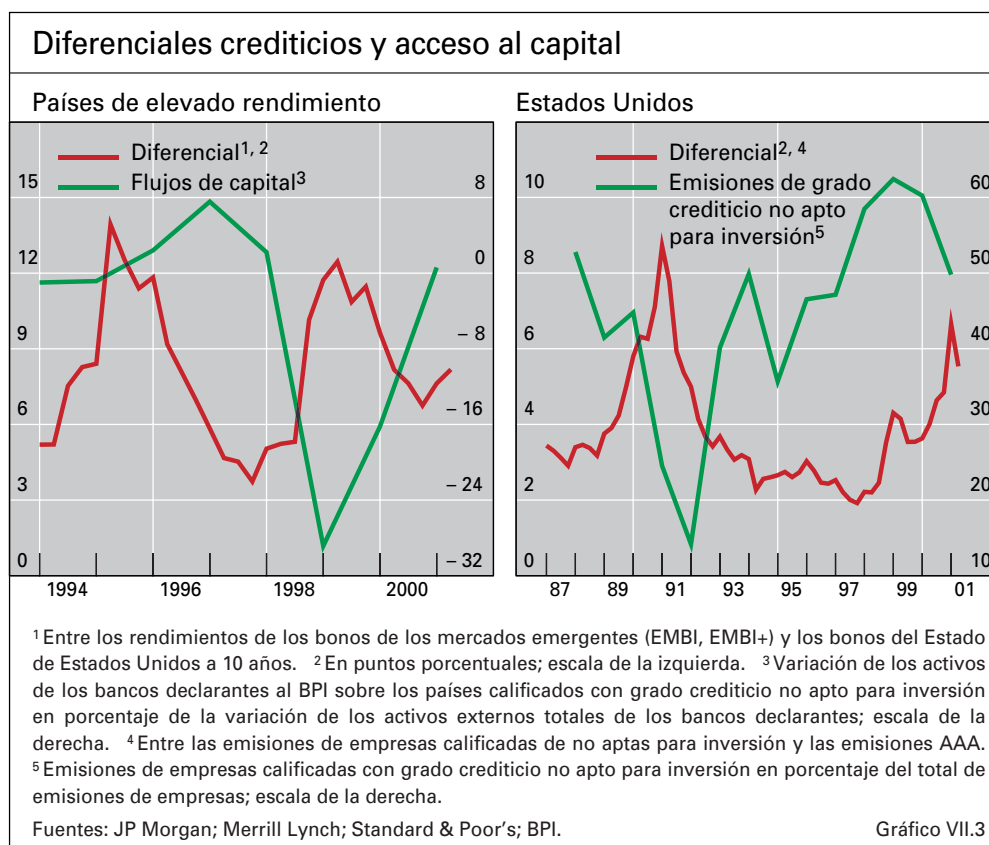
por parte de los mercados y de las instituciones financieras. En los periodos de elevado crecimiento económico, la preferencia por el riesgo parece aumentar en sintonía con el optimismo de las expectativas. Una manifestación de este fenómeno es la relajación de los criterios exigidos a la hora de conceder préstamos, sobre todo en lo que se refiere a las condiciones y las garantías. Los prestatarios de calidad relativamente inferior tienen igualmente más facilidades para acceder tanto a la financiación bancaria como a los mercados de capitales.

Las fases de expansión económica se caracterizan por una relajación de los criterios exigidos para la concesión de préstamos ...

Estas pautas han sido evidentes en los últimos años. El elevado crecimiento que experimentaron las economías asiáticas a principios y mediados de los años noventa provocó una entrada sin precedentes de capital extranjero, que acabó financiando inversiones muy arriesgadas. En Estados Unidos también, la suavización de los criterios de concesión de préstamos, especialmente en el periodo 1996-98, contribuyó al rápido crecimiento de los préstamos sindicados a empresas de inferior calificación crediticia y préstamos de dudosa recuperación a hogares menos solventes. En este periodo, aumentó asimismo de forma notable la emisión de bonos de empresas de inferior calificación crediticia. En Europa se relajaron igualmente los criterios para conceder préstamos en la segunda mitad de los noventa, como lo demuestra el aumento de la relación préstamo/valor de inmuebles para préstamos hipotecarios en algunos países.

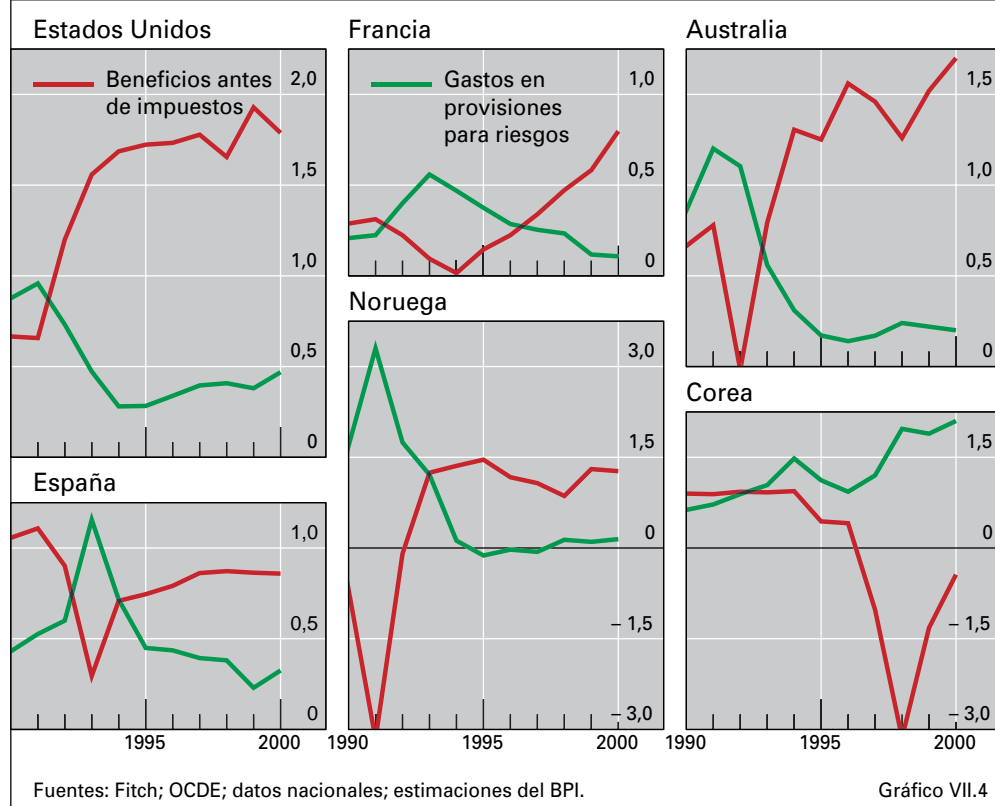
El precio del riesgo crediticio también evoluciona en forma procíclica, es decir, a la baja en las fases de expansión económica y al alza en las recesiones. Durante los periodos de rápido crecimiento del crédito, los bancos

... una reducción de los diferenciales crediticios ...



Rentabilidad y gastos en provisiones para riesgos de los bancos

En porcentaje del total de activos



están dispuestos en muchos casos a recortar sus márgenes para conservar, e incluso aumentar, su cuota de mercado. Por ejemplo, en Japón a finales de los años ochenta y en Asia a mediados de los noventa, los diferenciales crediticios apenas eran lo suficientemente altos para cubrir los costos de explotación. Los diferenciales de los préstamos bancarios a las empresas comerciales e industriales cayeron en Estados Unidos durante buena parte de los noventa antes de aumentar en 1998, sobre todo en el caso de los prestatarios que entrañaban mayores riesgos, al tiempo que sufrían presiones a la baja en algunos países europeos, debido en parte a la intensificación de la competencia. La evolución cíclica del precio del riesgo crediticio se observa igualmente en los diferenciales de los bonos, que tienden a reducirse en los periodos de elevado crecimiento y a aumentar cuando se produce una recesión.

... y un aumento de la rentabilidad de los bancos ...

Un importante factor que subyace a estas pautas generales es la tendencia de los beneficios bancarios a aumentar en las fases de expansión económica y a disminuir, a menudo vertiginosamente, en las recesiones. La disminución de la rentabilidad en las recesiones suele llevar aparejada una menor tolerancia al riesgo y, en algunos casos, un descenso notable de la oferta de crédito: los bancos suelen reorientar su cartera hacia activos relativamente seguros, o bien a cobrar un diferencial más alto.

El principal factor que contribuye a la alternancia de los ciclos de rentabilidad de los bancos reside en la naturaleza cíclica de las pérdidas totales provocadas por los préstamos y, en particular, de las provisiones para

Rentabilidad de los grandes bancos en 1999 y 2000									
	Número de bancos	Beneficios antes de impuestos		Gastos en provisiones para riesgos		Diferencial de interés neto		Costos de explotación	
		1999	2000	1999	2000	1999	2000	1999	2000
		en porcentaje de los activos totales medios							
Estados Unidos	12	2,17	1,79	0,44	0,63	3,34	3,22	3,84	4,10
Japón ¹	16	0,42	0,37	0,90	0,52	1,14	1,07	0,89	1,01
Alemania	4	0,43	0,55	0,28	0,18	0,95	0,82	1,65	1,74
Francia	4	0,69	0,83	0,20	0,18	1,14	0,94	1,85	1,91
Reino Unido	4	1,43	1,53	0,33	0,21	2,30	2,21	2,40	2,39
Canadá	6	1,17	1,31	0,24	0,29	1,94	1,93	2,59	2,74
España	4	1,21	1,33	0,33	0,35	2,62	2,63	2,65	2,62
Australia	4	1,72	1,85	0,24	0,20	2,72	2,43	2,55	2,39
Suecia	3	0,84	1,09	0,01	0,07	1,27	1,39	1,50	1,66
Suiza	2	0,82	0,96	0,12	0,04	0,70	0,73	2,55	2,90

¹ Las cifras de 1999 se refieren al año fiscal que terminó el 31 de marzo de 2000; las cifras del 2000 son datos anualizados de la primera mitad del año fiscal.

Fuente: Fitch.

Cuadro VII.2

riesgos constituidas con el fin de hacer frente a estas pérdidas. Por razones que se examinan más adelante, los bancos sólo aumentan las provisiones para riesgos cuando se ha materializado un empeoramiento significativo de la calidad del crédito, de lo cual se deduce que, normalmente, las provisiones para riesgos sólo aumentan en las recesiones económicas y a menudo durante un periodo de tiempo muy breve.

La estrecha relación entre los beneficios y las provisiones para riesgos es evidente en el ciclo actual. En Estados Unidos, el rendimiento de los capitales de los bancos comerciales fue en la segunda mitad de la década de los noventa sistemáticamente superior al obtenido, al menos, en los últimos veinte años. Al mismo tiempo, los gastos en provisiones para riesgos en que incurrieron dichas entidades disminuyeron de forma significativa. Asimismo, la tasa de rendimiento de los capitales de los bancos de la zona del euro, aunque considerablemente inferior a la registrada en Estados Unidos, experimentó un aumento ininterrumpido durante los noventa a la vez que disminuían los gastos en provisiones para riesgos. Últimamente, los elevados niveles de rentabilidad de los bancos también han ido unidos a unos niveles reducidos de gasto en provisiones para riesgos en Australia, el Reino Unido y Suecia.

... que se debe en parte a la reducción de las provisiones para riesgo de crédito

Mecanismos subyacentes a la amplificación financiera

En la medida en que se considera que el sistema financiero presenta un sesgo excesivamente procíclico, las principales razones de este comportamiento se basan en la reacción inadecuada de los agentes económicos frente a la evolución del riesgo a lo largo del tiempo. Esta reacción inadecuada puede deberse a varias causas, entre las cuales se encuentran la forma de valorar el riesgo, los incentivos que mueven a los individuos a responder ante una

valoración determinada y la naturaleza del marco de regulación. El primero de estos tres factores probablemente sea el más importante.

La valoración del riesgo a lo largo del tiempo

Una evolución económica favorable ...

Los ciclos financieros suelen tener su origen en una evolución favorable de la oferta. La historia está llena de ejemplos de liberalización económica, descubrimientos de nuevos recursos o desarrollo de tecnologías innovadoras que impulsan el crecimiento económico y generan una poderosa oleada de optimismo. El optimismo suele verse reforzado por el hecho de que la evolución descrita provoca no sólo una aceleración de la actividad económica sino también una reducción de la inflación y un aumento de la participación de los beneficios en la renta nacional.

... justifica una subida de los precios de los activos ...

En esas favorables circunstancias, está justificado que se produzcan subidas significativas de los precios de los activos. La dificultad se halla en que la magnitud de las subidas carece de una base sólida, ya que depende de las expectativas sobre un futuro incierto. En muchas expansiones cíclicas, parece que las expectativas se vuelven excesivamente optimistas y que, por consiguiente, se subestima el riesgo. Por consiguiente, los precios de los activos pueden dispararse hasta alcanzar niveles insostenibles y el crecimiento del crédito puede ser superior al del PIB nominal.

... pero un exceso de optimismo ...

La tendencia de los inversionistas, de los empresarios y de las instituciones financieras a mostrarse excesivamente optimistas en las fases de expansión es atribuible a varios factores, algunos de los cuales están ligados a la existencia de ideas preconcebidas. Experimentos psicológicos realizados indican que cuando los individuos sopesan diferentes resultados posibles, tienden a ser "miopes", al atribuir muy escasa importancia a los acontecimientos negativos que tienen pocas probabilidades de ocurrencia. Por otra parte, tienden a aminorar la "disonancia cognitiva", interpretando generalmente la información de una forma que refuerza las creencias predominantes. Como consecuencia de estas ideas preconcebidas, en los periodos de fuerte crecimiento, baja inflación y elevada rentabilidad, suele considerarse que la información disponible apunta a que se mantendrá la favorable evolución, mientras que se dejan de lado los crecientes indicios de que puede haber problemas en el futuro. Pero si el crecimiento se desacelera bajo el peso de los desequilibrios financieros y del exceso de inversión en capital físico o si la rentabilidad disminuye debido a una intensificación de la competencia y a una aceleración del crecimiento de los salarios, esas creencias pueden cambiar súbitamente y la información posterior puede interpretarse desde una perspectiva mucho más negativa. En ese caso, es posible que surja rápidamente una oleada de pesimismo.

... y la tendencia a extrapolar la situación presente ...

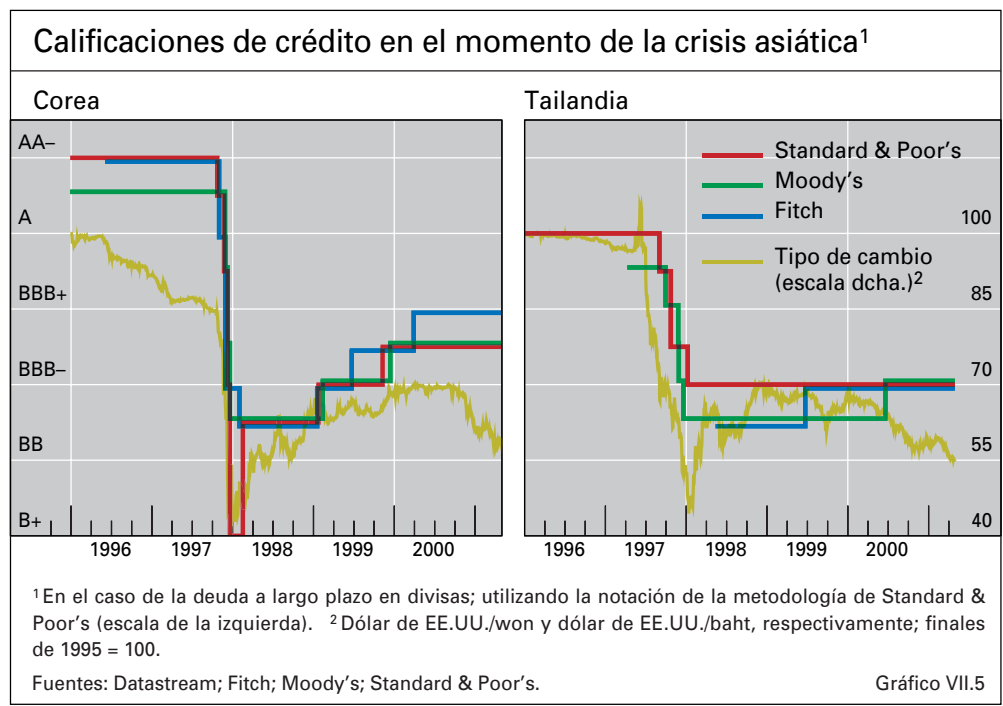
Otro factor, ligado al anterior, que explica la subestimación del riesgo en las fases de expansión registradas en fecha reciente es la tendencia de buena parte de los métodos de medición del riesgo que se emplean en la actualidad a extrapolar implícitamente la situación presente al futuro. Por ejemplo, los métodos utilizados para medir el riesgo crediticio basados en los precios de las acciones, tienden a mostrar un menor riesgo de incumplimiento empresarial en las fases de expansión, ya que los precios de las acciones

suben al tiempo que decae la volatilidad. Asimismo, los sistemas internos de calificación que utilizan los bancos para medir el riesgo tienden a indicar una disminución de éste cuando las tasas de incumplimiento son bajas, debido en parte al corto horizonte temporal que suelen utilizar esos sistemas para medir el riesgo. Además, las calificaciones externas del crédito sólo suelen ajustarse después de que se materializan los acontecimientos negativos y no cuando se está acumulando el riesgo. A título de ejemplo, durante la crisis asiática las calificaciones generalmente sólo se revisaron a la baja después de las grandes devaluaciones y se elevaron una vez que desapareció la crisis.

La extrapolación de la situación presente puede estar justificada si las condiciones macroeconómicas adquieren gran persistencia. En este caso, el estado actual de la economía constituye el criterio más fiable, aunque sea impreciso, para predecir el futuro. Si esta visión del mundo fuera la correcta, implicaría la posibilidad de que el riesgo no aumentara en una fase expansiva, ya que no hay razón alguna para pensar que son mayores las probabilidades de que se produzca una desaceleración en un futuro cercano simplemente porque la economía ha experimentado un periodo de elevado crecimiento. En cambio, si las fuerzas que generan la expansión crean las condiciones propicias para una desaceleración, como al parecer suele ocurrir, entonces, en algún momento de la expansión el riesgo comienza a aumentar. Podría ser, pues, más exacto interpretar el aumento de los incumplimientos durante la desaceleración como la materialización del riesgo acumulado durante la expansión y no como un aumento del riesgo en la fase de desaceleración.

En la práctica, es difícil saber si el riesgo comienza realmente a aumentar durante una expansión. No existe una respuesta clara. Sin embargo, la historia induce a pensar que los episodios de rápido crecimiento del crédito, fuertes subidas de los precios de los activos, reducción de los diferenciales crediticios y niveles elevados de inversión tienden a ir seguidos de

... pueden amplificar una expansión económica



dificultades en el sistema financiero. Es posible que esos periodos se caractericen por un nivel de riesgo superior a la media, aun cuando la situación económica resulte buena en ese momento. El hecho de que no se reconozca este riesgo puede desempeñar un importante papel en la amplificación de la fase ascendente de un ciclo financiero.

Incentivos

La divergencia entre los incentivos individuales y los de carácter social ...

Los incentivos que mueven a los prestamistas a responder a una valoración del riesgo determinada también pueden afectar a la evolución de los ciclos financieros. Tal vez el ejemplo más claro sea el representado por los motivos que incitan a un banco a endurecer los criterios exigidos para conceder préstamos cuando se produce una desaceleración. Aunque cada banco parta de la suposición razonable de que sus decisiones no van a afectar a la solidez de la economía, este razonamiento constituye una falacia en su conjunto, en el sentido de que si todos los bancos se comportan de la misma forma, es casi seguro que dicha solidez resultará afectada. Aunque un banco reconociera esta falacia, aún habría un incentivo para endurecer los criterios de concesión de créditos al desacelerarse la economía. Este obstáculo podría superarse por medio de algún tipo de coordinación entre las instituciones, pero ese enfoque plantea problemas en los sistemas bancarios competitivos.

... también puede exacerbar el carácter procíclico del sistema financiero

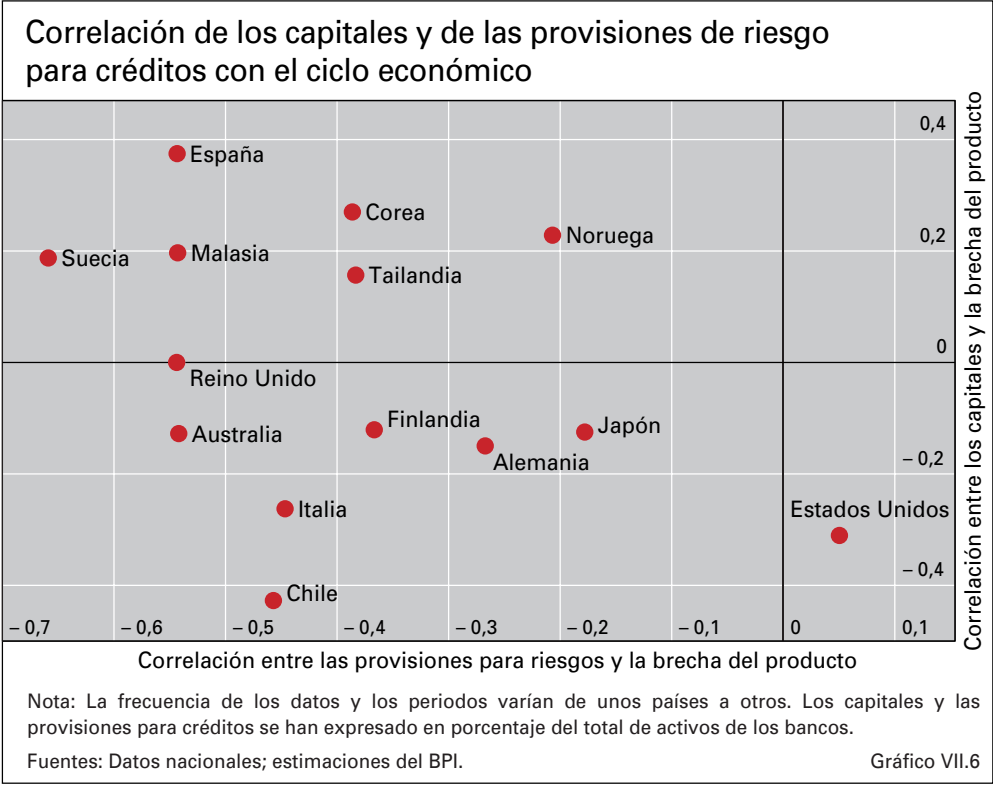
La existencia de unas redes de seguridad financiera mal concebidas y de diversas formas de limitación de responsabilidad puede distorsionar igualmente los incentivos de los prestamistas y llevarles a atribuir insuficiente importancia, desde el punto de vista social, a la desaceleración de la economía, ya que algunas de las pérdidas experimentadas en estas circunstancias probablemente sean soportadas por otros, entre los cuales se encuentran los contribuyentes. Por último, los sistemas de remuneración basados en las ganancias a corto plazo y los resultados relativos, y no en los de carácter absoluto pueden dificultar la adopción de una perspectiva a largo plazo, así como una valoración del riesgo en su conjunto.

Prácticas contables y regulación normativa

Las prácticas contables y la regulación normativa también pueden influir en el modo de reaccionar de las instituciones financieras a los cambios de percepción del riesgo. No obstante, la sucesión de ciclos financieros a lo largo de la historia induce a pensar que el marco de regulación no constituye la causa principal de estos ciclos.

Las reglas sobre provisiones para riesgo de crédito son actualmente de carácter retrospectivo ...

Como se ha señalado antes, las prácticas seguidas en la constitución de provisiones para riesgos influyen significativamente en la evolución cíclica de la rentabilidad de los bancos. En muchos países, las prácticas contables sólo permiten la constitución de dichas provisiones tras producirse un empeoramiento claramente verificable de la calidad del crédito. Por otra parte, las deducciones fiscales de los gastos por provisiones suelen estar sometidas a restricciones. Como consecuencia, puede ser difícil para un banco aumentar sus provisiones para riesgos en una fase de expansión económica, aun cuando considere con razón que ha empeorado la futura capacidad de sus prestatarios para devolver los préstamos. Aunque los beneficios adicionales



generados por las provisiones insuficientes pueden mantenerse en el balance en lugar de repartirse como dividendos, o utilizarse para financiar la recompra de acciones, eso no siempre es posible, dadas las presiones a las que están sometidos los directivos de los bancos para maximizar el rendimiento de los capitales.

El marco de regulación del capital de los bancos puede afectar asimismo a la dinámica de los ciclos financieros. Aunque el sistema regulativo basado en la exigencia de capitales mínimo puede contribuir a la estabilidad general del sistema, también podría, en determinadas circunstancias, agravar el proceso de desaceleración económica. La razón se halla en que una serie de pérdidas generalizadas podría llevar a algunos bancos a reducir significativamente el crédito, sobre todo para evitar la elevada pérdida de reputación y otros costos en que pueden incurrir si sus capitales disminuye por debajo del mínimo exigido. Cualquier endurecimiento de los controles o de los criterios para conceder préstamos en respuesta a estas pérdidas podría amplificar aún más la desaceleración.

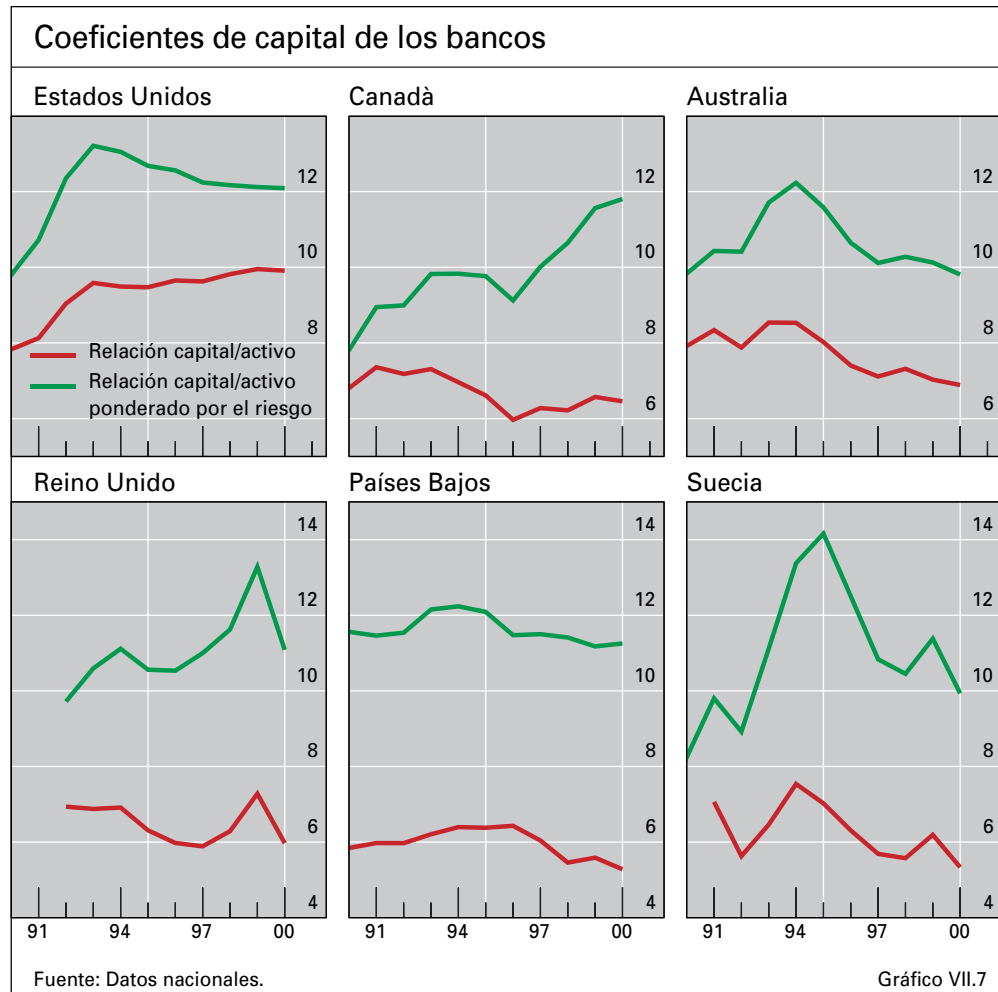
Aunque la evidencia obtenida en relación con la importancia de estos factores normativos no es uniforme, resulta razonable pensar que la contracción de los préstamos bancarios que suele acompañar a una desaceleración económica sería menor si los coeficientes de capitales aumentaran durante la fase expansiva anterior. Las normas actuales sobre capitales exigen un incremento del *nivel* de éstos en las fases de expansión si los préstamos están aumentando, pero no exigen un incremento de la *relación* entre el capital y los activos. En realidad, según las normas actuales, el coeficiente de capital exigido para una cartera determinada no varía con el paso del tiempo cuando varía el riesgo de la cartera. Por otra parte, dada la

... y los capitales mínimos exigidos actualmente no son muy sensibles al riesgo

Los coeficientes de capitales no evolucionan sistemáticamente en consonancia con el ciclo económico

posibilidad de que las provisiones para riesgos sean insuficientes al producirse una expansión económica, el mecanismo de amortiguación global de que dispone el sistema bancario para contrarrestar las pérdidas puede incluso disminuir durante ese periodo.

No parece que exista en los distintos países una estrecha relación entre los *coeficientes* efectivos de capitales de los bancos y el ciclo económico. Desde mediados de los noventa, el coeficiente agregado de capitales ha aumentado en algunos sistemas bancarios y ha disminuido en otros. Tal vez la conclusión más clara que puede deducirse de este tipo de comparaciones internacionales es que en los países cuyo sistema bancario tuvo problemas a finales de los años ochenta y principios de los noventa los capitales no aumentaron sustancialmente hasta que no salieron a la luz los problemas y, a partir de entonces, fueron disminuyendo gradualmente a medida que se consolidaba la expansión económica. Es posible que el aumento de los capitales registrado a principios de los noventa se debiera a presiones de índole normativa, pero otro factor importante fue la necesidad de los bancos en dificultades de demostrar al mercado que se habían recuperado. Una vez hecha la demostración y después de recuperarse el crecimiento económico, los coeficientes de capital más elevados comenzaron a considerarse un impedimento para la creación de plusvalía para los accionistas, por lo que se redujeron en consecuencia.



Opciones posibles de política económica

En principio, las autoridades podrían recurrir a los instrumentos de supervisión, a la regulación y a la política monetaria para reaccionar ante los problemas que crea la sucesión de ciclos financieros, pero la grave dificultad que se les plantea es saber si deben responder o no de esta forma y, en caso afirmativo, qué respuesta deben dar.

Las autoridades pueden responder a los ciclos financieros ...

Es frecuente pensar que la contribución más valiosa que las autoridades pueden aportar al logro de la estabilidad financiera y macroeconómica es garantizar que la inflación sea baja y estable, que la infraestructura financiera cumpla las normas internacionales generalmente aceptadas y que los acontecimientos financieros negativos se aborden a tiempo. Los defensores de este enfoque señalan que muchos de los ciclos que han desembocado en problemas financieros graves se han producido en países donde la inflación era alta o la supervisión bancaria escasa y la difusión de la información al mercado resultaba insuficiente. También recalcan los problemas prácticos (analizados más adelante) que plantea la concepción de una política económica más activa.

Otra corriente de opinión sostiene que las condiciones descritas, aunque necesarias, no son suficientes para mantener la estabilidad financiera. En particular, es evidente que incluso los países de baja inflación pueden sufrir costosos ciclos financieros provocados por las oleadas de excesivo optimismo. Cabría afirmar, por lo tanto, que la estabilidad financiera y macroeconómica aumentaría si las autoridades dieran más importancia a las políticas que reducen la sensibilidad de la economía a estos ciclos o, lo que es más ambicioso, frenaran su desarrollo por medio de cambios discrecionales de la regulación y de los instrumentos de supervisión, o bien de los tipos de interés oficiales.

... pero hay divergencia de opiniones ...

Las diferentes opiniones expuestas, al menos en lo que se refiere a la viabilidad y la conveniencia de introducir cambios discrecionales en los instrumentos, reflejan en parte la divergencia de pareceres que existe sobre la capacidad de las autoridades para percibir los desequilibrios financieros. Las expansiones insostenibles del crédito y las distorsiones de los precios de los activos resultan mucho más fáciles de identificar una vez que se han producido y no antes. Algunos sostienen que es improbable que las autoridades estén siempre en mejores condiciones que las instituciones privadas para juzgar la viabilidad de las tendencias observadas, por lo que deben abstenerse de intervenir para contener la fase expansiva de un ciclo financiero. Cabe replicar que la necesidad de intervención de las autoridades no se justifica necesariamente por su capacidad para juzgar la situación mejor que el sector privado sino, más bien, por el hecho de que sus responsabilidades y motivaciones son diferentes, lo que les llevará a responder de forma muy distinta aunque la percepción de la situación sea idéntica. Por ejemplo, es probable que a las autoridades les preocupen más que al sector privado las perspectivas de desaceleración, sobre todo si las instituciones financieras están expuestas en su conjunto a los mismos riesgos. También cabe esperar que tengan un horizonte temporal más largo y

... sobre las medidas que deben adoptarse, si se debe adoptar alguna

que sus motivaciones no estén distorsionadas por la existencia de una red de seguridad financiera.

Regulación y supervisión

Si las autoridades deben responder a la sucesión de ciclos financieros, los primeros instrumentos de que disponen son, evidentemente, la supervisión y la regulación normativa. En este caso, tienen tres grandes opciones: ayudar al público a comprender mejor el riesgo agregado; establecer unas reglas que reduzcan la vulnerabilidad del sistema financiero y de la macroeconomía a los desequilibrios financieros; y responder directamente a los desequilibrios introduciendo modificaciones discrecionales en las normas de carácter prudencial.

Las autoridades pueden hacer públicas las variaciones del riesgo a lo largo del tiempo

La primera opción aborda la cuestión fundamental de la medición del riesgo a lo largo del tiempo. Las autoridades encargadas de la supervisión pueden ayudar al público a evaluar mejor el riesgo agregado publicando, por ejemplo, los informes y los discursos de los últimos responsables en este terreno. Asimismo, pueden pedir a las instituciones financieras que realicen simulaciones de crisis con el fin de poner de manifiesto cuáles son los puntos vulnerables y evaluar su alcance, además de exigir una mayor difusión de la información sobre los riesgos. Recientemente se han tomado medidas en este sentido en algunos países que están experimentando un rápido crecimiento del crédito y fuertes subidas de los precios de la propiedad inmueble.

Los mecanismos regulativos como ...

La segunda opción consiste en concebir mecanismos regulativos que, al limitar el carácter procíclico del sistema financiero, puedan servir de estabilizadores automáticos. En este sentido, revisten particular importancia las reglas por las que se rigen los capitales y las provisiones para riesgos de los bancos al ser los principales instrumentos de que disponen las entidades para protegerse de las perturbaciones negativas: en principio, el capital les protege de las pérdidas imprevistas, mientras que las provisiones les cubren ante las pérdidas incorporadas o esperadas.

... los coeficientes mínimos de capital ...

Con los cambios de las reglas sobre los capitales de los bancos propuestos recientemente por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, los coeficientes de capital *relativos* estarán mucho más relacionados con las medidas del riesgo *relativo*, lo que reducirá significativamente por sí solo buena parte de las distorsiones que han surgido en el marco del Acuerdo de Capital y reforzará la solidez de las instituciones financieras. Por otra parte, el hecho de que se definan con mayor exactitud los coeficientes relativos de capitales y se ponga más énfasis en el proceso de supervisión y de difusión de la información (segundo y tercer pilares) probablemente ayudará a las autoridades supervisoras, a los bancos y a los mercados a detectar los problemas con mayor antelación. En la medida en que eso reduzca la tolerancia normativa y propicie la temprana adopción de medidas correctoras, podrán evitarse muchos de los peores excesos ligados al ciclo financiero.

Las modificaciones propuestas significan asimismo que las exigencias de capitales referidas a una cartera determinada variarán con el paso del tiempo en función de la evolución del riesgo *medido*, lo cual puede resultar en un

aumento de la solidez de los bancos y reducir el carácter procíclico del sistema financiero. Sin embargo, el grado en que ello se consiga depende, en parte, de la medida en que coincidan la trayectoria del riesgo medido y la del riesgo subyacente. Si se subestima el riesgo en una fase ascendente, las exigencias de capitales podrían resultar insuficientes en un momento de expansión y hacer que el sistema bancario se torne excesivamente vulnerable a una desaceleración económica. Por otra parte, es probable que la estabilidad del sistema financiero se vea reforzada si la aparición de desequilibrios financieros lleva a reconocer el aumento del riesgo y, por lo tanto, a incrementar los niveles de capitales del sistema bancario.

Una cuestión importante ligada a la medición del riesgo es el horizonte temporal de la valoración. Las modificaciones propuestas al Acuerdo de Capital no especifican un horizonte de valoración concreto; los bancos deberán evaluar los riesgos futuros basándose en la situación actual y en su conocimiento del prestatario. No obstante, las propuestas señalan que, en razón de las dificultades para predecir los acontecimientos *lejanos*, los bancos deberán interpretar las proyecciones con criterios de prudencia. Al mismo tiempo, a la hora de cuantificar el riesgo a fin de calcular las exigencias de capitales, las propuestas se basan en la probabilidad de impago a un año vista de cada clase de riesgo, siguiendo la práctica habitual. Una cuestión abierta a debate es la de si este método de cuantificación llevará asimismo a los bancos a *evaluar* el riesgo en un horizonte de un año, lo cual se piensa que quizá sería excesivamente “miope”. Un horizonte temporal de valoración del riesgo superior a un año podría resultar apropiado si el periodo que necesita un banco en dificultades para obtener capital o reestructurar su balance fuera generalmente superior a un año, lo cual resulta más probable si no es el único en experimentar dificultades. Por otra parte, un horizonte más prolongado quedaría justificado en aquellas situaciones en que un horizonte de un año provoca frecuentes transferencias de préstamos entre las distintas categorías de riesgo, generando grandes fluctuaciones de los capitales exigidos durante un ciclo económico.

Las normas sobre provisiones para riesgos también pueden utilizarse como estabilizadores automáticos. En España se ha dado un paso en este sentido, puesto que las normas que recientemente han entrado en vigor obligan a los bancos a constituir provisiones para riesgos contra pérdidas futuras en el momento en que se concede un préstamo; la cuantía de la provisión viene determinada por la experiencia histórica de pérdidas de cada tipo de préstamo considerada en un plazo muy amplio. Este enfoque reducirá probablemente el carácter cíclico de la rentabilidad de los bancos al aumentar los gastos de provisión en épocas favorables y constituir un mecanismo de protección contra préstamos fallidos en épocas de dificultades.

Sin embargo, esas normas han recibido críticas basadas en razones de orden teórico. La constitución de provisiones para riesgos lleva aparejada una reducción del valor de los activos netos de los bancos. Desde el punto de vista contable, esa reducción en el momento en que se concede el préstamo no se considera por lo general justificada, puesto que el valor adecuado de un préstamo cuyo precio se ha fijado correctamente no debe ser inferior al de su

... las provisiones
para riesgos
preventivas ...

valor nominal. Aunque a las autoridades supervisoras les tranquilice la protección complementaria que proporciona esta reducción, las autoridades contables suelen afirmar que este tipo de provisiones para riesgos basadas en la aplicación de una normativa puede dar una imagen distorsionada del grado real de solidez de una entidad.

Otro método consiste en exigir la constitución de provisiones para riesgos de crédito siempre que el diferencial de interés de un préstamo no cubra las pérdidas que generaría un eventual incumplimiento. Este método, generalmente no exige la constitución de provisiones para riesgos desde el momento en que se concede un préstamo, siempre que el precio del riesgo se haya fijado correctamente, si bien podría exigirse en un momento posterior en caso de que el banco estimara que la calidad crediticia del prestatario ha empeorado y el tipo del préstamo permanece inalterado. La generalización de esta práctica llevaría a suprimir las provisiones para préstamos fallidos y adoptar una contabilidad basada en la correcta valoración contable de todos los activos y pasivos financieros.

Cualesquiera que sean las ventajas derivadas de la constitución de provisiones para riesgo de crédito desde el momento en que se concede un préstamo y, en última instancia, de la contabilidad basada en la correcta valoración contable, este método plantea problemas importantes. En primer lugar, dado que los préstamos por lo general no se negocian en los mercados, su valoración es inevitablemente subjetiva y depende de la propia estimación que haga el banco de la probabilidad de recuperarlos. Algunas autoridades contables temen que esta subjetividad permita a los directivos de las entidades reducir artificialmente las fluctuaciones en los beneficios. En segundo lugar, la influencia ejercida por las provisiones para riesgos desde que se concede un préstamo y la contabilidad basada en el valor contable correcto en los ciclos del sistema financiero depende en gran medida de la adecuada valoración del riesgo a lo largo del tiempo. Si el riesgo se subestima sistemáticamente al producirse una expansión económica, los préstamos tenderán a sobrevalorarse en ese periodo de elevado crecimiento, bien indirectamente por la insuficiencia de las provisiones para riesgos, bien directamente en el caso de la contabilidad basada en el valor correcto. En esas circunstancias, extender este principio contable a todos los instrumentos financieros contribuiría a reforzar el carácter procíclico del conjunto del sistema. Por otra parte, si el riesgo se revisa al alza correctamente en una expansión prolongada, el carácter cíclico probablemente disminuirá y los bancos reconocerán que parte de la renta obtenida en las épocas de bonanza representa, en realidad, el pago de una prima para cubrir los incumplimientos previstos cuando llega la fase de desaceleración.

El hecho de que la valoración incorrecta del riesgo constituya un problema importante refuerza los argumentos a favor de la provisión obligatoria de fondos desde que se concede un préstamo. Una posible solución a las objeciones de las autoridades contables consistiría en que las encargadas de la supervisión obligaran a las instituciones financieras a tener capitales no sólo para cubrir las pérdidas imprevistas sino también en concepto de "provisión prudencial", calculada a partir de las pérdidas medias

experimentadas a largo plazo. De esa forma, el sistema dispondría de un mayor volumen de capital durante los periodos en que los préstamos fallidos son poco numerosos.

Las normas de valoración de las garantías, así como las relaciones máximas préstamo/valor de las garantías, podrían servir igualmente de estabilizadores automáticos. Los países que han utilizado para valorar las garantías conceptos a largo plazo y que han aplicado estrictas relaciones préstamo/valor de los inmuebles a los préstamos hipotecarios parecen presentar sistemas financieros menos procíclicos, aunque es difícil distinguir con exactitud el papel exacto de estos factores y el desempeñado por otros. En el marco de la modificación del Acuerdo de Capital, una opción sería reconocer explícitamente que, con el paso del tiempo, aumenta la correlación entre el valor de las garantías y la probabilidad de incumplimiento, por lo que previsiblemente dicho valor será bajo cuando las probabilidades de que se produzcan pérdidas por los préstamos sean elevadas.

... y las normas de valoración pueden servir de estabilizadores automáticos

La tercera opción, que no se basa en normas establecidas sino en una actuación discrecional, consiste en modificar las exigencias de capitales y de provisiones para riesgos con el paso del tiempo en respuesta a los cambios del riesgo agregado, modificando explícitamente los coeficientes mínimos de capital que se exigen a todos los bancos, o bien caso por caso a través de un proceso de supervisión. Cualquiera de los dos métodos podría estar justificado en el caso de que las autoridades supervisoras estimaran que los bancos no atribuyen suficiente peso en sus decisiones a los cambios del riesgo agregado. En una fase de expansión, el aumento del coeficiente de capital y de las provisiones para riesgos podría contribuir a retrasar la aparición de desequilibrios financieros encareciendo los préstamos y aumentaría la protección del sistema bancario contra una posible desaceleración. Esa respuesta podría considerarse coherente con un reforzamiento del enfoque macroprudencial de la regulación financiera.

Las exigencias prudenciales también podrían modificarse con el paso del tiempo ...

Sin embargo, la modificación discrecional de las exigencias de capitales y de las provisiones para riesgos plantea algunas dificultades, comenzando por la correcta determinación del ciclo en cuestión, a lo que se suma la posibilidad de que esos ajustes terminen creando un problema de riesgo moral. Si el sector privado llegara a creer que las autoridades han adoptado un régimen en el que los instrumentos de política se ajustan sistemáticamente para contener el riesgo global del sistema financiero, existe el peligro de que dedique menos atención a la evaluación del riesgo agregado. Además, si se produjera un episodio de inestabilidad financiera, las autoridades podrían sentirse responsables en parte de no haber ajustado antes los instrumentos de política a su disposición, por lo que probablemente serían menos proclives a adoptar las medidas correctoras necesarias y, en cambio, se inclinarían más a recurrir a operaciones de rescate. Por otra parte, su reputación podría resultar dañada, lo que acabaría minando la capacidad requerida para llevar a cabo su misión.

... pero ese enfoque plantea ciertos problemas a las autoridades ...

La realización de modificaciones en este terreno plantea igualmente numerosas dificultades de orden práctico. Por ejemplo, ¿deben aplicarse a todos los bancos, o bien caso por caso a través de un proceso de supervisión?

... aunque no tiene por qué excluirse la posibilidad de realizar modificaciones ocasionales

En el último supuesto, ¿deben aplicarse únicamente a los bancos más vulnerables al ciclo o sólo a los que revisten mayor importancia sistémica? ¿Cómo terminarían formándose las autoridades supervisoras los necesarios juicios de valor y cómo los justificarían ante la opinión pública? Por último, ¿no podría ocurrir que este tipo de actuaciones desplazara simplemente la actividad de financiación al sector no regulado? La dificultad de responder a estas preguntas muestra los problemas que encierra para las autoridades modificar frecuentemente las exigencias de capitales y de provisiones para riesgos con el objetivo de reducir la amplitud de los ciclos financieros, pero ello no tiene por qué excluir la posibilidad de realizar modificaciones ocasionales.

La política monetaria

La política monetaria también puede utilizarse para hacer frente a los ciclos financieros ...

La política monetaria también puede utilizarse, en principio, para hacer frente a los ciclos financieros, en virtud de un razonamiento muy sencillo. La expansión del crédito constituye un elemento esencial de la suma de desequilibrios en el sistema financiero y, asimismo, de cualquier acumulación excesiva o asignación inadecuada del capital real. Como ya se ha señalado, la estabilidad del nivel general de precios de los bienes y servicios puede no ser un instrumento de protección suficiente contra esos excesos y, por lo tanto, contra el riesgo de inestabilidad financiera. En los regímenes actuales de moneda fiduciaria, por oposición a los regímenes basados en determinados bienes, como el que existía en el patrón oro, la principal restricción exógena que afecta a la creación de crédito en la esfera monetaria viene dada por la posible reacción de las autoridades, normalmente en forma de ajuste de los tipos de interés oficiales. A menos que esa reacción se dirija específicamente contra la acumulación de desequilibrios, éstos podrían tolerarse involuntariamente.

... pero eso plantea ciertas dificultades importantes, entre las que se encuentran ...

Sin embargo, este argumento plantea algunas cuestiones espinosas a la hora, sobre todo, de identificar los posibles desequilibrios, conciliar la estabilidad financiera con el objetivo de la estabilización de los precios y llevar a cabo un ajuste eficaz de los tipos de interés para hacer frente a los desequilibrios financieros.

... la identificación de los desequilibrios financieros ...

Por lo que se refiere a la identificación de los desequilibrios financieros, la situación de las autoridades monetarias resulta similar en líneas generales a la de las autoridades supervisoras y ambas tropiezan con grandes dificultades para identificar dichos desequilibrios antes de que se produzcan. La diferencia, no obstante, radica en que los bancos centrales pueden no tener suficiente acceso a la información relacionada con la supervisión salvo que desempeñen funciones en ese terreno. Sin embargo, no está claro que se necesite una información detallada sobre cada institución para identificar desequilibrios de alcance más general que suelen constituir el origen de la inestabilidad que afecta a todo el sistema. En la medida en que esta información sea importante, podrían desarrollarse los mecanismos adecuados para facilitar su transmisión al banco central. Otro rasgo que diferencia a las autoridades monetarias es su condición de responsable general de la estabilidad macroeconómica, que posiblemente le hace ser más consciente

de las interacciones generales entre el sistema financiero y la realidad macroeconómica.

La segunda cuestión reside en saber si la utilización de los tipos de interés para hacer frente a los desequilibrios financieros puede ser incompatible con el objetivo de estabilidad de los precios del banco central. En los últimos años, muchos bancos centrales han adoptado regímenes de fijación de un tipo de interés oficial que garantice que la tasa de inflación esperada en un determinado horizonte temporal se aproxime o resulte igual al objetivo. Según una interpretación estricta de estos regímenes, un banco central sólo debe responder a las incidencias del sector financiero cuando éstas afecten a la previsión de inflación. No obstante, si se sigue una interpretación más amplia, puede resultar conveniente, en situaciones de creciente desequilibrio financiero, fijar los tipos de interés en un nivel superior al que justifican las predicciones inmediatas sobre la inflación. La razón sería que, al contener los desequilibrios financieros, el banco central podría ayudar a prevenir la inestabilidad financiera en el futuro y quizá, incluso, a evitar que la inflación fuera inferior al objetivo. Aunque el mantenimiento de los tipos de interés en niveles más elevados representara un "costo", al inducir una desviación a corto plazo de la inflación con respecto al objetivo, esa política podría considerarse compatible con la búsqueda de la estabilidad de los precios en un horizonte más largo.

El posible conflicto entre la estabilidad financiera y una interpretación estricta del objetivo de inflación resulte quizá más patente en los periodos en los que la evolución favorable de la oferta se ha traducido en tasas elevadas de crecimiento, una reducción de la inflación y el surgimiento de expectativas excesivamente optimistas sobre el futuro. En ese entorno, es probable que haya aumentado el rendimiento real del capital y, por lo tanto, el tipo de interés "natural" ("wickselliano"), mientras que la existencia de un objetivo de inflación podría hacer necesaria, de hecho, una reducción de los tipos de interés (véase el capítulo IV). Sin embargo, esa reducción de los tipos podría reforzar simplemente la oleada de optimismo, sobre todo si el banco central goza de plena credibilidad, lo que contribuiría, en última instancia, a acentuar los desequilibrios financieros.

Aunque sea la medida idónea en estas circunstancias, la elevación de los tipos de interés puede plantear importantes problemas de cara a la opinión pública. Dado el conocimiento actual de los mecanismos de fijación de la política monetaria, puede resultar difícil para el banco central explicar convincentemente al público la subida de los tipos de interés por razones de estabilidad financiera cuando no existen claras presiones inflacionarias. Por otra parte, si el banco central consigue refrenar los excesos financieros, puede ser objeto de críticas por poner en peligro una expansión que muchos juzgaban vigorosa y, al mismo tiempo, sostenible.

Y a la inversa, una reducción de los tipos de interés destinada a promover la estabilidad financiera, que no parece plantear el mismo tipo de problemas de cara a la opinión pública, posiblemente producirá reacciones asimétricas, en el sentido de que los bancos centrales bajarán rápidamente los tipos oficiales tras una perturbación financiera, pero se mostrarán reacios

... la resolución de los posibles conflictos con otros objetivos ...

a subirlos ante una situación de creciente desequilibrio financiero. Ello puede fomentar la asunción de riesgos, al alimentar la confianza del público en que la política monetaria acudirá al “rescate” del sistema financiero siempre que surja una perturbación.

... y garantizar la
eficacia de la
política

La tercera cuestión se refiere a la eficacia de la subida de los tipos de interés en la contención de los desequilibrios financieros. Por una parte, la utilización de la política monetaria parece preferible a las medidas de supervisión, ya que el alza de los tipos afectaría tanto a las entidades reguladas como a las no sometidas a control. Por otra, una subida relativamente pequeña de los tipos podría resultar contraproducente al aumentar la confianza en el compromiso antiinflacionario del banco central y, por lo tanto, las expectativas optimistas sobre el futuro. En consecuencia, la subida tendría que ser considerable para producir un efecto significativo, aunque éste sería difícil de predecir. Por otra parte, si el alza de los tipos no se invierte rápidamente al atenuarse los desequilibrios financieros, podría ocasionar una grave recesión al encontrarse inmersa la economía en una doble situación de descenso de los precios de los activos y elevados tipos de interés reales.

Estas dificultades exigen, al igual que en el caso de las medidas de supervisión, una buena dosis de prudencia en la utilización de la política monetaria para contener específicamente los desequilibrios financieros, lo cual no significa, sin embargo, que no pueda utilizarse esporádicamente de esta manera.

Toda medida
oficial de respuesta
requiere
coordinación

Antes de proceder a cualquier medida, es muy necesario asegurar la coordinación entre las instancias competentes en cada ámbito. En la mayoría de los países, los diversos instrumentos antes analizados no están bajo el control de un solo órgano. La supervisión prudencial no suele ser competencia de las autoridades monetarias, mientras que la elaboración de normas tributarias y contables, así como las relativas a la difusión de información financiera, corre a cargo de otras instancias públicas. Además, no todas estas instancias tienen como objetivo fundamental la estabilidad financiera. Si falta la necesaria coordinación entre los bancos centrales y las autoridades competentes en el ámbito de la supervisión, los impuestos y la contabilidad, se corre el riesgo de aplazar la adopción de medidas adecuadas.

VIII. Conclusiones: ¿es el pasado reciente el prólogo?

El año pasado todas las miradas se volvieron hacia Estados Unidos cuando el crecimiento de su economía, la mayor y más dinámica del mundo se desaceleró bruscamente en el segundo semestre. Por otra parte, la respuesta al interrogante que lógicamente se plantea “¿hacia dónde vamos?” cobró más importancia al no dar muestras Japón de experimentar una recuperación duradera y al desacelerarse la actividad en otros países. Estos acontecimientos confirman que el ciclo económico no ha desaparecido, pero además indican de modo irrefutable que, por definición, los expertos en predicciones que se limitan a extrapolar el pasado reciente no aciertan a determinar los puntos de inflexión. Esta lección se aplica tanto a los banqueros, en su intento de prever las futuras pérdidas que pueden ocasionar los préstamos, como sin duda alguna a los economistas.

Estos acontecimientos también suscitaron un debate sobre las limitaciones de una serie de recetas de política económica que siguen gozando de un respaldo general. Parece cada vez más claro que una tasa de inflación reducida, por muy deseable que sea en todo momento, no resulta suficiente para garantizar la estabilidad macroeconómica y financiera. Asimismo, el hecho de contar con un sistema bancario sólido no impide que otros factores provoquen convulsiones financieras de carácter perturbador. Por último, cada vez es más evidente que las autoridades monetarias y las responsables de la regulación financiera no pueden cumplir satisfactoriamente su misión sin entablar un diálogo eficaz tanto en el plano nacional como internacional. Lamentablemente, estas nuevas ideas sólo llevan a la vieja conclusión de que las cosas siempre son más complejas de lo que parecen a primera vista.

Predecir las perspectivas de crecimiento a corto plazo de Estados Unidos es una tarea complicada debido a la coexistencia de paradigmas diferentes, dotados todos de cierto grado de verosimilitud. El primero, que gira en torno a la oferta, remite al argumento de la “nueva era”, haciendo hincapié en la elevación del potencial de crecimiento de Estados Unidos, en el incremento de los beneficios subyacentes que justifica la subida de los precios de los activos y en la mayor capacidad de las empresas para evitar las grandes fluctuaciones de las existencias. Se trata esencialmente de una hipótesis de aterrizaje suave que implica una recuperación en forma de V. El segundo se centra más en la demanda, por lo que recuerda en cierta medida a Keynes. Según este paradigma, con independencia de la evolución positiva de la oferta en Estados Unidos, la demanda agregada ha crecido durante demasiado tiempo y a un ritmo excesivamente veloz. La corrección de este género de excesos siempre ha entrañado desde la Segunda Guerra Mundial

un periodo de crecimiento inferior a lo normal, incluso en los casos en los que la inflación no era alta. El tercer paradigma resalta la importancia a la vez de la oferta y de la demanda y hunde sus raíces intelectuales en la corriente de pensamiento europea nacida antes de la guerra. Un ciclo comienza con una aceleración del crédito y con un optimismo justificado posiblemente por la aparición de nuevas tecnologías, que desencadenan un “optimismo excesivo” y también un exceso de inversiones, para terminar con una caída de los beneficios que repercute en los precios de las acciones y afecta, en última instancia, a la capacidad del sistema financiero para respaldar el nuevo gasto. Es evidente que esta última hipótesis implicaría un aterrizaje más brusco, incluso sin haber ido precedido de un grado significativo de inflación agregada.

Cualquiera que sea el paradigma que se suscriba, es probable que la evolución registrada en Estados Unidos afecte a otros países con mayor intensidad que en el pasado y viceversa. Por lo que se refiere a la economía real, las relaciones comerciales han aumentado durante décadas. En fecha más reciente, los movimientos de inversión extranjera directa y, en particular, las fusiones y adquisiciones han amplificado considerablemente el papel de las empresas multinacionales, cuyos beneficios consolidados reflejan cada vez más la evolución de la actividad en todo el mundo. Por otra parte, la creciente complejidad de la oferta internacional de productos de alta tecnología motiva que los ciclos del producto inherentes a este sector en rápida expansión produzcan poderosos efectos en casi todos los países. La misma mejora de las comunicaciones ha facilitado la propagación internacional de los cambios del estado de opinión y de la confianza, con la consiguiente repercusión en el consumo y la inversión.

Los mercados de capitales, cuyas dimensiones y alcance han aumentado extraordinariamente en los últimos años, se suman a estas conexiones internacionales. Los tipos de los bonos, los precios de las acciones, los diferenciales crediticios y las primas de riesgo han mostrado una creciente tendencia a evolucionar de manera similar en los diversos mercados, siguiendo por lo general la pauta que marca Estados Unidos. Por otra parte, estas conexiones aumentan la probabilidad de que cualquier falla de funcionamiento de un mercado se manifieste con rapidez en los demás. Esas conexiones, aparte de su evidente importancia intrínseca, implican además que la diversificación del riesgo en los mercados de capitales podría resultar cada vez más difícil, sobre todo cuando los mercados sufren tensiones, como demuestra la crisis del LTCM. Por último, aunque el proceso de concentración del sector financiero sigue siendo en su mayor parte nacional, el crecimiento de la actividad transfronteriza de los mayores bancos constituye otra vía a través de la cual las perturbaciones pueden transmitirse de unos países a otros.

La existencia de estas conexiones tiene dos implicaciones evidentes. En primer lugar, las políticas nacionales tienen repercusiones fuera de sus fronteras, por lo que resulta legítimo que sean objeto de debate internacional. El retraso en la reestructuración del sistema empresarial y financiero de Japón podría afectar a otros muchos países, especialmente del Este Asiático. Si la

desaceleración de la actividad en Estados Unidos durara más de lo esperado y las autoridades económicas no sostuviesen el crecimiento en Europa, las repercusiones se harían sentir inevitablemente en otros países. Además, es evidente que los medios que se utilizaran en Estados Unidos para atenuar una prolongada desaceleración de la economía, así como la importancia que concedieran las autoridades económicas a las variaciones resultantes de los tipos de cambio, tienen una importancia manifiesta para el mundo, en general, y para quienes han invertido recientemente en Estados Unidos, en particular. En el mismo orden de ideas, las políticas destinadas a aumentar la resistencia de los sistemas financieros nacionales no dejarían obviamente indiferentes a las entidades extranjeras que pueden ofrecer nuevas fuentes de capital de inversión y de conocimientos especializados.

En segundo lugar, la cooperación internacional debe aumentar en intensidad y eficacia. Este objetivo será más difícil de alcanzar si los nuevos gobiernos de Washington y Tokio deciden conceder una atención preferente a sus asuntos internos, si la Unión Europea está demasiado ocupada con las cuestiones derivadas de su ampliación y si las autoridades económicas de los mercados emergentes evitan toda cooperación por sentirse marginadas de los procesos centrados en los países industrializados. También es cada vez mayor el riesgo de que si no se gestionan eficazmente las implicaciones menos deseables de la globalización, los acontecimientos podrían inclinarse en la dirección contraria. Recurrir en exceso a soluciones de carácter regional es una posibilidad y recurrir a un proteccionismo declarado es otra que sigue siendo una opción viable para muchos. Si la emergencia de fricciones comerciales latentes desde hace tiempo o el empeoramiento de la situación económica hacen aflorar estas tendencias, será necesario oponerse a ellas firmemente para no poner en peligro las mejoras económicas conseguidas en las últimas décadas.

Políticas destinadas a promover la estabilidad macroeconómica y el crecimiento

Una gestión adecuada de la política económica exige saber no sólo cuál es el objetivo a perseguir sino también la forma de alcanzarlo. En el momento de enviarse a imprenta este informe anual, ambas cuestiones estaban rodeadas de incertidumbre. Muchos observadores estiman que una rápida recuperación del gasto y del crecimiento en Estados Unidos resulta deseable, puesto que evitaría una desaceleración prolongada y materializaría el potencial que ofrece la nueva economía. Por otra parte, es posible acumular argumentos a favor de la idea de que la obtención de este resultado es factible, aunque probablemente necesitase en alguna medida el apoyo de la política económica. Los consumidores cuentan aún con un volumen de activos mucho más abultado que el de sus pasivos. Los analistas bursátiles todavía esperan que los beneficios vuelvan a registrar tasas de crecimiento de dos dígitos y que la inversión aumente en consonancia. La persistente fortaleza del dólar y las grandes entradas de capital a Estados Unidos parecen constituir otro motivo para el optimismo.

Otros observadores ponen en duda, sin embargo, tanto la conveniencia como la probabilidad de una recuperación tan rápida. En la economía estadounidense hay muchos desequilibrios financieros perfectamente identificados, entre los que se encuentran los niveles de endeudamiento sin precedentes, tanto de los consumidores como de las empresas, y la creciente deuda externa; por este motivo, hay quienes arguyen que posiblemente el mejor resultado vendría de la mano de una recuperación y una expansión moderadas, ya que permitirían atenuar gradualmente los desequilibrios y evitar una recaída aún más brusca. Las dudas sobre si la tasa de crecimiento del producto potencial se ha acelerado realmente tanto como algunos sostienen reforzarían esta conclusión. Si este crecimiento ha sido inferior, una sólida recuperación podría reavivar más fácilmente las presiones inflacionarias.

Quienes consideran prudente evitar una recuperación brusca, quizá vean con buenos ojos que los propios desequilibrios financieros hagan menos probable este resultado. Asimismo parece haber otras fuerzas que actúan en el mismo sentido, quizá con bastante intensidad. Los precios de las acciones han bajado mucho pero, según la mayoría de los métodos tradicionales de valoración, parece que su valor sigue siendo excesivo. El elevado volumen de bienes de consumo duraderos comprados recientemente y la inversión en equipamiento, especialmente informático, generadora de pérdidas, bien podrían llevar a posponer la realización de nuevos gastos. Si la demanda descendiera, la aceleración del crecimiento de la productividad se traduciría en una disminución del número de horas trabajadas y en un aumento del desempleo, lo que repercutiría negativamente en la confianza de los consumidores. El sector financiero, por su parte, una vez que comienza a centrar la atención en los riesgos a los que está expuesto a consecuencia de los menguantes beneficios de las empresas, podría también mostrarse reticente a financiar nuevos planes de gasto durante algún tiempo.

La Reserva Federal creyó inicialmente que el saldo de estos riesgos sería negativo. A principios de enero de este año comenzó un proceso muy intenso de recorte de los tipos de interés que continuó hasta mediados de mayo. Aunque se temía que los elevados niveles de endeudamiento y el endurecimiento de los criterios para la concesión de préstamos limitaran los efectos de estas medidas, la percepción de que había margen para realizar nuevos recortes si se consideraba necesario aminoró este temor. La bajada de los tipos de referencia a largo plazo hasta marzo del 2001 concuerda con esta expectativa, así como con la creencia de que la Reserva Federal no se sentiría condicionada por un aumento significativo de las presiones inflacionarias. Sin embargo, a partir de ese momento se ha manifestado con más insistencia la preocupación por la inflación, puesto que los tipos a largo plazo han sobrepasado los niveles en que se encontraban con anterioridad al inicio del proceso de relajación de la política monetaria. La subida de los salarios, la desaceleración del crecimiento de la productividad, la persistente escasez de energía y las consecuencias de una posible caída del dólar para la inflación han constituido motivos de inquietud.

En las perspectivas a corto plazo de la economía de Estados Unidos también influirá el contenido definitivo del programa de reducción de impuestos propuesto por la nueva administración. El Congreso ya ha aprobado una reducción de 1,25 billones de dólares que se hará efectiva entre el 2002 y el 2011. Sin embargo, se desconoce si en la redacción definitiva de la ley figurará también una reducción impositiva aplicable este año. La conveniencia de esta reducción depende en gran medida de los resultados macroeconómicos previstos. Si la economía se recupera rápidamente, una expansión fiscal inmediata tenderá a empeorar las deficiencias subyacentes del ahorro en Estados Unidos. A la inversa, esta rebaja sería más atractiva si se esperara que la economía se debilite de forma significativa. El problema estriba, por supuesto, en que esta decisión debe adoptarse anticipadamente, basándose en una predicción macroeconómica sumamente incierta.

Lo que puede afirmarse con mucha mayor certeza es que la mejora de las perspectivas de recuperación de los beneficios contribuirá significativamente a contrarrestar cualquier debilidad económica prolongada. Afortunadamente, Estados Unidos cuenta con muchos atributos en este sentido. Los mercados de trabajo y los salarios tienden a ser flexibles y el marco jurídico por el que se rigen la reestructuración de la deuda y la eliminación del exceso de capacidad está perfectamente preestablecido. El sector financiero, aunque comparte la disminución de las expectativas sobre los beneficios, mantiene en general una situación de solidez. Asimismo, se considera ventajoso el hecho de que el exceso de inversión en bienes de capital se concentre principalmente en el sector de tecnología de la información, en el que las tasas de depreciación son rápidas. Por otra parte, desde la crisis del ahorro y del crédito de principios de los años noventa, los responsables políticos han comprendido con más claridad que solucionar expeditivamente los problemas del sector financiero resulta en última instancia mucho menos costoso que permitir su continuación.

No puede decirse que la economía japonesa cuente con estos atributos positivos. Al contrario, la década de reestructuración de los sectores empresarial y bancario ha dejado un legado de continuas bajadas de los precios de las acciones, exceso de capacidad industrial y, sobre todo, perspectivas negativas de beneficios ininterrumpidas. El principal obstáculo para que se produzca un cambio sustantivo sigue siendo el sistema político japonés, basado en la protección de intereses especiales y en la cultura de obligaciones mutuas. El programa actual de estímulos y garantías fiscales para apoyar la economía, aunque inicialmente concebido como temporario, se ha venido utilizando cada vez en mayor medida como un sustituto de medidas políticamente dolorosas que pondrían en peligro la supervivencia de muchas empresas y elevarían temporalmente la tasa de desempleo. Aunque actualmente se habla con mayor insistencia de adopción de medidas más enérgicas bajo la dirección del nuevo primer ministro, éstas sólo cristalizarán cuando se alcance un consenso político para acometer un verdadero cambio.

Lamentablemente, otro problema es que cuanto más se retrase la reestructuración prevista no sólo resultará más gravosa, sino que también

restringirá en mayor medida la capacidad de las autoridades económicas para aliviar su intensidad mediante estímulos macroeconómicos. En Japón, los tipos de interés oficiales han vuelto de hecho a cero y, al mantenerse la tendencia descendente de los precios, los tipos de interés reales han adquirido de nuevo signo positivo. Por otra parte, los sucesivos programas fiscales han elevado la relación entre la deuda y el PNB por encima del 120%. No obstante, si se llevaran a cabo reformas estructurales con visión de futuro, quizá mereciera la pena asumir mayores riesgos en ambos frentes de la política económica para conseguir que los incrementos de la demanda amortigüen el aumento del desempleo resultante.

El Banco de Japón ha mostrado en el pasado su disposición a adquirir una gama de activos más amplia de lo normal y no debería descartarse que la ampliase aún más si el gobierno ofreciera garantías que preservaran la independencia del banco central en caso de pérdidas eventuales ocasionadas por los créditos. También podría considerarse la posibilidad de realizar operaciones de compras de activos denominados en divisas que no se esterilicen, aunque evidentemente tendrían que tenerse en cuenta simultáneamente los intereses de otras autoridades nacionales. El compromiso reciente de no subir los tipos oficiales hasta que el IPC dejara de bajar resultó de gran utilidad. Sin embargo, también sería conveniente considerar la posibilidad de adoptar de forma más explícita un objetivo de nivel de precios o de inflación. Este régimen permitiría al público prever una recuperación significativa de los precios y, por lo tanto, unos tipos de interés reales negativos, al tiempo que produciría un efecto tranquilizador al mostrar que las autoridades no permitirían que las subidas de los precios escaparan a su control, como ocurrió en circunstancias similares en los años treinta.

La conveniencia de adoptar nuevas medidas de estímulo fiscal depende del equilibrio deseado entre las exigencias a corto plazo y la necesidad de llevar a cabo un ajuste presupuestario a más largo plazo. La necesidad a corto plazo de adoptar este tipo de medidas vendrá determinada en parte por la evolución de la confianza relacionada con el proceso de reestructuración. Por una parte, las pérdidas de empleo resultantes podrían mermar esta confianza pero, por otra, un derrotero claramente fijado en lugar de un avance a la deriva podría producir el efecto contrario. Naturalmente, si el aumento del gasto en la red de seguridad social pudiera financiarse reduciendo las inversiones improductivas en el sector público, podrían conseguirse ventajas materiales incluso sin variar la orientación de la política fiscal. Por lo que se refiere a la necesidad de llevar a cabo un ajuste presupuestario a más largo plazo, resulta obvia la necesidad de elaborar lo antes posible un plan creíble para abordar este problema. Lo que resulta más difícil de aceptar es, sin embargo, la conveniencia de iniciar este proceso en un momento en el que es necesario llevar a cabo una reestructuración en Japón y en el que la economía mundial está desacelerándose al mismo tiempo.

Los problemas a que se enfrentan las autoridades económicas de la zona del euro parecen insignificantes en comparación con los dilemas que acosan a las de Estados Unidos y de Japón. Aparentemente no existen grandes desequilibrios financieros que afecten a los consumidores, a las empresas o a

los gobiernos. Por otra parte, en muchos países se han realizado progresos notables, aunque no ostensibles, en la mejora de la eficiencia de los mercados de trabajo y de productos y en la introducción de otras reformas estructurales con el fin de conseguir una asignación de los recursos más eficiente a lo largo del tiempo, lo que no significa que no haya necesidad de nuevas reformas. Los regímenes tributarios han elevado artificialmente el costo del trabajo y la carga fiscal sigue siendo muy elevada, algunos sectores aguardan urgentemente un mayor grado de liberalización y cada vez existe mayor conciencia de que el incremento potencial de la productividad generado por la nueva tecnología sólo cristalizará con la ayuda de una mayor flexibilidad de los mercados de trabajo y una formación más especializada.

Una indicación de los problemas subyacentes que afectan a los mercados europeos es la escasez de mano de obra cualificada que comenzó a manifestarse a medida que proseguía la expansión y que determinó que la inflación se mantuviera persistentemente por encima del objetivo anunciado por el Eurosistema. Fue esta última consideración, unida a la impresión de que todo lo demás marchaba bien, lo que contribuyó a explicar la actitud de “esperar y ver” del Eurosistema ante los indicios cada vez más evidentes de desaceleración económica. Además, muchos bancos centrales nacionales de la zona del euro han mostrado tradicionalmente una clara preferencia por la adopción de una estrategia de política monetaria a medio plazo, evitando así lo que consideran una política excesivamente activista. Cualesquiera que sean las ventajas de estos puntos de vista, las autoridades económicas europeas permanecieron abiertas a la posibilidad de que las perspectivas económicas de la zona del euro estén ahora más ligadas a las de otras regiones que en décadas anteriores. En consecuencia, relajaron ligeramente la política monetaria a mediados de mayo. También deberían estar dispuestas a relajarla en mayor medida en caso de que determinadas fuerzas, ya sean de ámbito mundial o local, provocaran una reducción adicional de las presiones inflacionarias.

Una posible fuente de presiones desinflacionarias en la zona del euro podría provenir de una apreciación significativa del euro, quizá tanto frente al dólar como frente al yen. Este resultado tendría, desde luego, consecuencias inflacionarias para Estados Unidos y entrañaría una reducción de las presiones desinflacionarias en Japón. El razonamiento en que se apoya este escenario no tiene por qué ser más complejo que la previsión de una inversión de la debilidad del euro, cuya magnitud y duración nunca han sido fáciles de explicar. Aun así, un argumento complementario a favor de la fortaleza del euro se basa en la presunción de un periodo prolongado de crecimiento relativamente más rápido en Europa, debido sobre todo a una mayor vacilación del avance del crecimiento en Estados Unidos y en Japón. Sin embargo, el hecho de que el euro no consiga subir de forma estable frente al dólar, incluso a pesar de que estos supuestos macroeconómicos parecen cada vez más verosímiles, sugiere un escenario alternativo. Si el dólar mantiene su fortaleza, bien porque los mercados esperan una brusca recuperación del crecimiento en Estados Unidos, bien porque el dólar se considera un refugio en épocas de dificultades, el déficit por cuenta corriente

de este país continuará siendo elevado, lo cual podría traducirse en un ajuste del tipo de cambio aún más acusado en el futuro.

Resulta incluso más difícil predecir el desarrollo de la trayectoria en lo que se refiere a la relación dólar/yen. No obstante, parece existir una creciente disposición tanto en Japón como en Estados Unidos a tolerar una depreciación del yen, siempre que se produzca gradualmente y vaya ligada a la aplicación de reformas estructurales sustantivas en Japón que mejoren las perspectivas de crecimiento a largo plazo. Sin embargo, no puede descartarse el peligro evidente de que este proceso escape al control de las autoridades habida cuenta de que la expansión de las importaciones está provocando ya una reducción del superávit comercial de Japón, los tipos de interés son, de hecho, cero y de que la solidez de las instituciones financieras resulta cada vez más cuestionable. Si la debilidad del yen provocara una subida de los tipos de interés en Japón, lo que tendría repercusiones para los bancos que han adquirido posiciones considerables en bonos del gobierno japoneses, sus consecuencias podrían hacerse sentir incluso en la estabilidad financiera nacional. Otra consecuencia negativa sería un aumento de las presiones proteccionistas en Estados Unidos, donde la posición comercial bilateral con Japón es una antigua cuestión política. Y, obviamente, tampoco puede ignorarse el peligro de que se lleven a cabo devaluaciones competitivas en Asia, incluida posiblemente China. En última instancia, la reciente crisis asiática fue provocada en parte por la fortaleza del dólar frente al yen durante 1996 y 1997.

Afortunadamente, por las razones analizadas en la introducción del presente informe, desde ese momento ha aumentado, en general, la resistencia de la mayoría de los países asiáticos a las perturbaciones surgidas a raíz de las variaciones de los tipos de cambio de las monedas de los principales países industrializados. No obstante, subsisten algunas vulnerabilidades. En muchas de las economías asiáticas de menor tamaño, el crecimiento sigue presentando una excesiva dependencia de las exportaciones, lo que en sí mismo no resultaría perjudicial si no fuera porque en ellas predominan los productos electrónicos destinados a Estados Unidos. Una desaceleración prolongada en ese país, especialmente si viene de la mano de una reducción de la inversión, tendrá indiscutiblemente importantes repercusiones. Por otra parte, dado que China recibe una proporción mayor de las menguantes inversiones extranjeras directas, muchos países asiáticos ya no pueden contar con el efecto amortiguador de esos flujos sobre las perturbaciones.

En esas circunstancias, sería normal recurrir en mayor medida a la demanda interna para estimular el crecimiento y, de hecho, ya se han dado algunos pasos positivos en este sentido. No obstante, el empeoramiento de la situación fiscal de algunos países asiáticos constituye un motivo de creciente preocupación. Este es el caso de China, donde resulta patente la necesidad de mejorar la gestión tributaria, y especialmente de la India. En muchos países, es indispensable asimismo tener en cuenta los continuos costos fiscales de la reestructuración de los sistemas bancarios. Por otra parte, dado que en muchos casos esta reestructuración aún no ha concluido, subsisten las dudas

sobre la capacidad del sistema financiero para crear el crédito que podría requerir una expansión de origen interno. La conclusión evidente es que la reestructuración debería haberse realizado de forma expeditiva y concluyente. Sin embargo, una vez que se ha dejado pasar esta oportunidad, el camino más apropiado a seguir en las presentes circunstancias se perfila con menos claridad. Para algunos la respuesta es muy sencilla: más vale tarde que nunca. Sin embargo, también debe señalarse, al igual que en el caso de Japón, que es difícil imaginar un momento menos propicio para llevar a cabo las reformas estructurales necesarias.

Las vulnerabilidades de los otros grandes mercados emergentes son de naturaleza bien distinta. Los países de América Latina presentan, en general, menor apertura al comercio y, por lo tanto, menor vulnerabilidad a un descenso de la demanda en otros países. Aunque México es un caso aparte en cierto sentido, en razón de sus extensos y crecientes vínculos comerciales con Estados Unidos, existe la esperanza de que debido a estas circunstancias se beneficiará progresivamente de la inversión extranjera que busca una fuente de producción de bajo costo. Tampoco parece que la persistente fortaleza del dólar perjudique de forma significativa a la mayoría de los países latinoamericanos, con la clara excepción de Argentina, aun cuando muchos presenten elevados déficit estructurales por cuenta corriente. Aunque los países exportadores de petróleo de la región se han beneficiado de la subida del precio del crudo, casi todos han experimentado un considerable incremento del gasto de consumo y de las importaciones. Hasta ahora, han satisfecho sus necesidades de financiación mediante cuantiosas entradas de inversión extranjera directa. Sin embargo, siguen siendo muy vulnerables a cualquier cambio de opinión de los mercados financieros internacionales, en particular a la posibilidad de que una desaceleración mundial genere un aumento generalizado de la reticencia a asumir riesgos. Ya ha habido varios periodos en los que obtener financiación en los mercados internacionales de bonos ha resultado muy costoso o incluso imposible. Muchos países latinoamericanos han realizado notables progresos en la privatización y la liberalización de sus economías, reduciendo la inflación a niveles bajos y adoptando medidas legislativas que establecen un marco monetario y fiscal sostenible. En la medida en que estos marcos a largo plazo ofrezcan mayor credibilidad, disminuirán los recelos de los inversionistas extranjeros y se mostrarán más dispuestos a aceptar las medidas a corto plazo destinadas a mantener la solidez de la demanda ante las perturbaciones mundiales. Los problemas a los que actualmente se enfrenta Argentina, que repetidamente ha incumplido su compromiso de llevar a cabo reformas laborales y fiscales de carácter sustancial, constituyen una elocuente prueba de ello.

En el resto del mundo, no es difícil detectar desequilibrios macroeconómicos, pero su entidad es, por lo general, menor que la de los problemas estructurales subyacentes que impiden el crecimiento. En Turquía, al igual que en una gran parte de África, así como en Rusia y en los demás países de la CEI, el problema esencial continúa estando relacionado con la gestión política y empresarial. A falta de una legislación adecuada y un poder judicial independiente, los derechos de propiedad no siempre están

garantizados y la corrupción es un mal endémico. En estas circunstancias tan desfavorables, agravadas por la casi total ausencia de una infraestructura financiera en muchos países, no resulta sorprendente que el ahorro y la inversión internos continúen en niveles muy reducidos y que la inversión extranjera directa apenas haya aumentado. Aunque resolver estas cuestiones fundamentales llevará muchos años, hay que elogiar la tarea del Banco Mundial y del FMI por llamar cada vez más la atención de todo el mundo sobre estos problemas.

Por último, también es necesario llevar a cabo reformas de naturaleza estructural en muchos países de Oriente Medio y de Europa Central. En el primer caso, resulta indispensable realizar esfuerzos para diversificar la estructura de producción de la economía local y reducir su dependencia de la inmigración de trabajadores cualificados. En los países exportadores de petróleo, es de esperar que la persistencia de los elevados precios del petróleo proporcione el impulso financiero necesario para realizar esta transición en lugar de convertirse en una fácil excusa para posponerla. Y en Europa Central, debería prestarse más atención al problema del desempleo estructural, así como a la dependencia de cuantiosas entradas de capital para financiar los elevados déficit comerciales. Es de esperar que las profundas reformas estructurales que ya se han acometido en la región contribuyan a mantener estos flujos de entrada. No obstante, también deben adoptarse medidas para garantizar el mantenimiento de la estabilidad financiera en caso de que se invierta la dirección de estos flujos.

Políticas destinadas a promover la estabilidad financiera

A la hora de elaborar los instrumentos legislativos y regulativos en materia financiera, se presenta una conocida disyuntiva entre seguridad y eficiencia. Sin embargo, los acontecimientos recientes inducen a pensar que esta disyuntiva tiene un componente dinámico y otro estático. Parece que los sistemas que conceden mayor importancia al mercado son más propensos a facilitar el capital inicial necesario para llevar a cabo innovaciones que intensifiquen el crecimiento de la productividad con el paso del tiempo. Al mismo tiempo, estos sistemas pueden suministrar un exceso de crédito, y financiar así proyectos a los que cabría oponer reservas, intensificando además artificialmente la competencia para los proyectos de mejor calidad. En consecuencia, tanto los préstamos promisorios como los de naturaleza dudosa pueden convertirse en créditos fallidos a expensas del prestamista y de la solidez del sistema financiero. De aquí que las políticas destinadas a promover la estabilidad financiera deban sopesar los beneficios de una aceleración del crecimiento secular y los costos de unos ciclos económicos más violentos a la hora de corregir los excesos financieros. Atendiendo a esta disyuntiva, resulta difícil determinar cuáles son las políticas globales óptimas para promover la estabilidad financiera, sobre todo en un mundo en el que las preferencias nacionales siguen siendo muy diferentes. No obstante, es posible identificar y aplicar algunas medidas que podrían ayudar a resolver esta disyuntiva.

En la práctica, las políticas encaminadas a promover la estabilidad financiera tienen algunas dimensiones diferentes. Un aspecto importante consiste en la identificación de las vulnerabilidades derivadas de la reciente evolución macroeconómica. También resulta necesaria la identificación de las nuevas tendencias y productos a fin de predecir su posible repercusión en la estabilidad financiera. Y por último, es indispensable encontrar la manera de reforzar cada una de las tres plataformas básicas que sustentan el sistema financiero internacional: las instituciones financieras, el funcionamiento del mercado y la infraestructura subyacente. Durante el periodo examinado, se han producido avances importantes en todos estos ámbitos.

Por lo que se refiere a la cuestión de las vulnerabilidades del presente, es conveniente recordar que el sistema financiero mundial ha atravesado un largo periodo de liberalización y de consolidación, por lo que su grado de sumisión a las fuerzas del mercado, de globalización e interconexión así como su ritmo de evolución son más intensos que en el pasado. Estas características dificultan por sí mismas la localización de las fuentes de vulnerabilidad así como de la forma de controlarlas. Aun con ello, es necesario plantearse el siguiente interrogante: dada la prolongada fase reciente de expansión económica asociada a un rápido crecimiento del crédito y de una subida de los precios de los activos, ¿podría una desaceleración de la actividad poner al descubierto vulnerabilidades del sistema financiero capaces de acentuar sus efectos en la evolución de la economía real?

Existe una corriente de opinión que resta importancia a esta posibilidad. En el pasado, los excesivos precios de la propiedad inmueble han constituido por lo general la principal fuente de fragilidad financiera, sin embargo durante la expansión más reciente han permanecido en niveles relativamente moderados. Por otra parte, los tipos oficiales comenzaron a subir a mediados de 1999. Desde este momento, el descenso de los precios de las acciones ha reducido las valoraciones globales en 10 billones de dólares, lo que representa un tercio del PIB mundial. Los diferenciales crediticios también han aumentado significativamente, sobrepasando en muchos casos los niveles observados a finales de 1998, debido a más estrictos criterios para la concesión de préstamos. No obstante, a pesar de la duración y de la magnitud de estas perturbaciones, los mercados han continuado funcionando satisfactoriamente y sin indicios de tensiones financieras.

Otra serie de argumentos llevan a una conclusión menos tranquilizadora. La desaceleración de la actividad económica y del crecimiento de los beneficios es, en realidad, muy reciente. Todo depende de lo que ocurra en los meses venideros. Además, aunque el grado de riesgo asumido por las instituciones financieras frente a determinadas regiones y sectores —por ejemplo, Argentina, Turquía y las empresas tecnológicas— parezca controlable, es necesario examinar más atentamente los riesgos conjuntos. Resulta gratificante el hecho de que en los últimos años las principales instituciones financieras hayan recurrido con mayor frecuencia a simulaciones de crisis para determinar las maniobras a realizar frente a situaciones extremas pero posibles y para protegerse de sus eventuales consecuencias. No obstante, queda aún por ver si han prestado la debida atención a la

evolución de la interacción conjunta del riesgo crediticio, del riesgo de mercado y del riesgo de liquidez durante los periodos de dificultades. Resulta positivo que las autoridades supervisoras, conscientes de dichas interacciones, hayan, en general, extremado su cautela y muestren mayor disposición a preguntarse “¿qué ocurriría si...?”.

Por lo que se refiere a las nuevas tendencias del sector financiero que podrían influir sobre la estabilidad financiera, el rápido avance de las nuevas técnicas de transferencia del riesgo crediticio posiblemente haya sido la más importante. Por una parte, es de esperar que, entre otros beneficios, estas técnicas proporcionen una mejora de la gestión del riesgo al aprovechar las ventajas comparativas de su asunción. Además, a medida que progrese el desarrollo de mercados líquidos, sus agentes adquirirán mayor capacidad para fijar adecuadamente el precio de la aceptación del riesgo crediticio, lo que supondrá ventajas enormes, quizá revolucionarias. Por otra parte, algunos aspectos de esta tendencia suscitan motivos de inquietud relacionados con la supervisión. Estas transacciones podrían reducir la transparencia de la distribución del riesgo dentro del sistema, y podrían tanto concentrarlo como dispersarlo. Otra cuestión es la creciente participación de las compañías de seguros, lo que no resulta sorprendente puesto que la naturaleza de la mayoría de estos instrumentos para transferir el crédito es similar a la de las pólizas de seguros. De ahí la necesidad de una colaboración más estrecha entre las autoridades responsables de la supervisión bancaria y del sector de los seguros a fin de impedir el eventual crecimiento del arbitraje regulativo y garantizar la adecuada vigilancia y la correcta fijación del precio de los riesgos. Por último, al igual que con todos los instrumentos de nueva creación, conviene indagar la idoneidad de la documentación que los respalda además de su base jurídica. Al igual que en el caso de la liquidación por compensación, los instrumentos de inversión específicos así como otras muchas innovaciones recientes, las incertidumbres de carácter jurídico sólo pueden resolverse definitivamente en los tribunales. Entretanto, lo único que puede preverse con seguridad es que un empeoramiento de la situación económica provocará una proliferación de litigios. Por tanto, las autoridades supervisoras deberían investigar las concentraciones de exposición a los riesgos jurídicos conocidos, ya que, como ha demostrado una reciente sentencia en Estados Unidos, las cantidades en juego pueden ser muy cuantiosas.

Pasando, por último, a las medidas destinadas a reforzar los cimientos del sistema financiero internacional, se han realizado grandes esfuerzos para mejorar la gestión del riesgo en los bancos, las compañías de seguros y las sociedades de inversión. Se ha prestado especial atención al conjunto revisado de propuestas para un Nuevo Acuerdo de Capital de Basilea difundido en enero de este año. El acuerdo inicial de 1988 contribuyó a elevar los niveles de capitales en todo el mundo. Al basarse en un reducido número de categorías específicas de ponderación del riesgo, ofrecía la ventaja de la simplicidad de su aplicación y fue adoptado rápidamente como norma en todo el mundo. Sin embargo, con el paso del tiempo, sus deficiencias se han hecho más evidentes. Debido a que créditos de diferente calidad recibían el

mismo tratamiento normativo, existía un incentivo para eliminar del balance los préstamos de buena calidad crediticia con el fin de incrementar la tasa global de rendimiento. Por otra parte, a medida que aumentó la complejidad de los métodos aplicados por los bancos para la valoración interna del riesgo, quedó más claro que las exigencias normativas del acuerdo inicial tenían cada vez menos capacidad para cubrir adecuadamente los riesgos subyacentes realmente asumidos.

El nuevo acuerdo aborda estas cuestiones en profundidad, por lo que resulta inevitablemente más complejo. En particular, ofrece diversas opciones para calcular las exigencias mínimas de capitales y trata de proporcionar incentivos a los bancos para que mejoren continuamente su capacidad de gestión interna del riesgo. Todas las opciones presentadas coinciden en una mayor diferenciación entre los préstamos de diferente calidad, por lo que se prevé que la exigencia de capitales en relación con un préstamo determinado podría variar con el paso del tiempo, ya que el nivel valorado de riesgo varía a medida que cambian las circunstancias. Por primera vez, las propuestas abordan también la cuestión del riesgo operativo, que está cobrando claramente una creciente importancia. Por último, estas propuestas subrayan asimismo la importancia del proceso de supervisión, en particular, la revisión de los procedimientos bancarios de valoración interna del riesgo, así como la necesidad de que los bancos incrementen el grado de transparencia en lo que se refiere a su perfil de riesgo y a sus transacciones. En este último caso, se parte del supuesto de que la disciplina de mercado, basada en esta comunicación de información, fomentará la aplicación de criterios de prudencia.

El conjunto de estas propuestas constituye un importante paso hacia delante. No obstante, a medida que se aproxima su entrada en vigor, prevista para el 2004, las autoridades supervisoras, junto con el sector empresarial, aún tendrán que ultimar algunos detalles importantes. Una cuestión pendiente de resolución es la posibilidad de que la valoración interna del riesgo de los bancos varíe excesivamente a lo largo del ciclo económico y provoque una disminución poco deseable del nivel de capitales durante las fases de expansión y un aumento durante las de recesión. La tendencia a utilizar métodos de medición basados en horizontes temporales relativamente cortos y técnicas que de hecho extrapolan el pasado reciente podría fomentar este comportamiento. Afortunadamente, el proceso de supervisión permite resolver estas cuestiones prácticas referidas a la medición del riesgo y a los capitales, siempre que las autoridades supervisoras dispongan de los recursos, los conocimientos y la competencia necesarios para velar por el cumplimiento de estas disposiciones. Probablemente, en especial para los supervisores de muchas economías de mercado emergentes, esto constituya una tarea ardua.

Una cuestión estrechamente relacionada con la anterior y que afecta al funcionamiento de todas las instituciones financieras se refiere a las propuestas recientes para generalizar la utilización de una contabilidad basada en la correcta valoración contable. Desde el punto de vista de la estabilidad financiera, se arguye que mejoraría la disciplina de mercado al aumentar el grado de transparencia de los estados financieros y reflejar de manera más

fidedigna la situación financiera de las empresas. En particular, permitiría reconocer inmediatamente las ganancias y las pérdidas provocadas por las variaciones de los tipos de interés y por las alteraciones de la calidad del crédito. Otros temen, por el contrario, que los beneficios netos y las valoraciones sean excesivamente volátiles de un periodo a otro y registren fluctuaciones demasiado acusadas a lo largo del ciclo económico, lo que podría introducir en el sistema financiero un sesgo procíclico más pronunciado del que se cree que presenta actualmente.

Dadas las dificultades que puede plantear el sistema de la correcta valoración contable, se ha sugerido una solución intermedia consistente en la adopción de un método de provisiones para riesgos con mayor capacidad de previsión para hacer frente a las pérdidas por impago de los préstamos. Conforme a las reglas contables en vigor, las provisiones para riesgos normalmente disminuyen en fases de expansión económica y sólo aumentan en las de desaceleración. Las provisiones para dificultades futuras permitirán reconocer con mayor antelación las pérdidas crediticias previstas, al tiempo que aumentarán la probabilidad de que se disponga de los recursos necesarios para hacer frente a los préstamos impagados en una fase de desaceleración. Lamentablemente, esta solución intermedia tampoco está exenta de dificultades. La principal es el grado de subjetividad inherente a este tipo de provisión, que permite a los bancos manipular sus cuentas por razones fiscales o de otra índole. Por otra parte, si las variaciones de la calidad del crédito a lo largo del ciclo económico no se reconocieran con la debida antelación, es posible que la provisión de fondos preventiva no tuviera ningún efecto en la práctica. A pesar de estas dificultades, resulta conveniente examinar más detenidamente este método, al igual que las propuestas para que las autoridades supervisoras exijan algún tipo de provisión automática desde el momento en que se concede un préstamo.

Aparte de la solidez de las instituciones, la segunda condición fundamental para la estabilidad del sistema financiero es el funcionamiento eficiente de los mercados de capital. Durante el periodo examinado, muchos temían que algunos cambios estructurales y de otra índole pudieran reducir la liquidez del mercado, en lo que se refiere a la capacidad para realizar operaciones de gran volumen sin afectar significativamente a los precios. Entre estos cambios se encuentran la patente reducción y concentración del capital de riesgo dedicado a la creación de mercado, la retirada de fondos de cobertura de las actividades de arbitraje, la estandarización de las prácticas de gestión del riesgo utilizadas por las distintas empresas, la creciente utilización de corretaje electrónico (en el que generalmente no hay creadores de mercado) y la reducción de la oferta de deuda pública "libre de riesgo". De hecho, las perturbaciones más recientes no han producido en el funcionamiento del mercado el efecto negativo que se observó en 1990 y en el tercer trimestre de 1998. Sin embargo, también debe tenerse presente que en las perturbaciones anteriores intervino un elemento de gran relevancia en relación con el crédito: el hundimiento de Drexel Burnham Lambert y la situación próxima a la quiebra de LTCM, dos operadores con posiciones muy fuertes. Puesto que últimamente no se han dado circunstancias similares,

podría ser que la disponibilidad de liquidez en caso de emergencia no se haya visto sometida a examen. A la inversa, también podría argumentarse que estos episodios anteriores provocaron una reducción de la utilización del apalancamiento que ha hecho por sí sola que los mercados tengan menos tendencia a contraerse en los periodos de dificultades.

Aunque no existan aún respuestas definitivas, se han propuesto algunas sugerencias de orden práctico para ayudar a los mercados financieros a continuar funcionando satisfactoriamente. Es de esperar que el avance de los progresos realizados en la elaboración y la aplicación de normas en materia de garantías y documentación aumenten la capacidad del mercado de *swaps* para asumir muchas de las funciones que antes realizaban los bonos del Estado. En Europa, la aplicación inmediata de las recomendaciones del informe Lamfalussy produciría el efecto positivo de una mayor integración de los mercados que actualmente están fragmentados. Además, dado que la experiencia ha mostrado la rapidez con que las inquietudes relativas al riesgo de contraparte pueden repercutir en la liquidez de los mercados, debería fomentarse la adopción de nuevas medidas para mejorar la comunicación de información. Por último, se está instando a las grandes instituciones financieras, especialmente a las que podrían considerarse proveedoras de liquidez en los momentos de dificultades, a realizar simulaciones de crisis con el riesgo de liquidez con idéntico rigor con que se realizan frecuentemente en relación con el riesgo de mercado y el riesgo crediticio.

La tercera plataforma necesaria para sustentar la estabilidad del sistema financiero es una infraestructura financiera adecuada. Además de los fundamentos contables y jurídicos ya mencionados, una condición esencial es la existencia de sistemas de pago y liquidación cuyo funcionamiento no se vea afectado por las tensiones a las que se vean sometidos. En los últimos años se han realizado grandes avances en el ámbito de los sistemas de pagos de elevada cuantía, especialmente la introducción generalizada de la liquidación bruta en tiempo real. Por otra parte, la publicación de los *Principios Básicos para los Sistemas de Pagos Sistémicamente Importantes* ha facilitado al FMI y al Banco Mundial un conjunto de pautas de gran utilidad para aplicar en los países de todo el mundo. Y, por último, se han realizado progresos en la constitución del CLS (Continuous Linked Settlement) Bank con el fin de eliminar definitivamente el riesgo Herstatt de las transacciones de divisas en las principales monedas. Tras veinticinco años de indefinición en atender este riesgo global reconocido, es necesario acometer con firmeza los últimos pasos para alcanzar una solución satisfactoria.

Cooperación en la consecución de la estabilidad financiera

Aunque existen una serie de dificultades en el terreno de la cooperación internacional, hay una cuestión de no menor complejidad que ha de abordarse en el plano interno: ¿Cuál debe ser el papel de las autoridades monetarias y de las autoridades responsables regulativas en lo que se refiere a la estabilidad financiera? Se trata de una cuestión muy debatida incluso en los países en que el banco central es responsable de la supervisión. Sin

embargo, está cobrando mayor importancia en razón de la intensificación de la tendencia a concentrar en agencias independientes la responsabilidad de la supervisión de las instituciones financieras y de los mercados de valores.

Cualesquiera que sea la opinión que esta tendencia merezca, cumple cuando menos la función de mostrar que puede muy bien haber dos enfoques complementarios para abordar el problema de la estabilidad financiera, uno referido a las instituciones individuales y otro al conjunto del sistema. Los métodos de supervisión tradicionales generalmente han considerado que la solidez de cada institución es la clave para mantener la solidez del sistema en su conjunto. En cambio, las autoridades monetarias han tendido a conceder más importancia a la probabilidad de que se produzcan perturbaciones y ciclos que afecten a todo el sistema. Si ambos puntos de vista se consideran válidos, en aras de la prevención de las crisis, parece lógico que exista un diálogo y una cooperación permanentes entre todas las partes afectadas. Los interesados deben intercambiar opiniones sobre las fuentes de vulnerabilidad. Este proceso garantizaría, además, el establecimiento de las vías de comunicación y la confianza entre instituciones necesarias para gestionar las crisis cuando éstas se producen. Los responsables de su gestión deberían acordar de antemano la distribución de las competencias a fin de garantizar que se adoptan las decisiones necesarias en el momento oportuno.

La cooperación internacional en la consecución de la estabilidad financiera está desarrollándose en diversos foros, algunos de creación bastante reciente. De hecho, incluso podría afirmarse que existe en realidad un exceso de diálogo sobre esta materia. Los altos responsables tienen que asistir a un enorme número de reuniones, con el consiguiente peligro de que las repetitivas discusiones dejen en un segundo plano el análisis pertinente y debiliten la voluntad de adoptar medidas concretas para contribuir a prevenir las crisis financieras. El establecimiento del Foro sobre la Estabilidad Financiera suscitó en un principio dudas sobre su posible efecto en la agravación de este problema. En la práctica, sin embargo, ha logrado reunir a los responsables oficiales de los principales mercados financieros para identificar las vulnerabilidades financieras, la duplicación de tareas y los aspectos no tratados en el terreno de la estabilidad financiera así como para fijar objetivos prioritarios. Y, aunque se ha sentido obligado a realizar por sí mismo parte de esta labor, ha recurrido principalmente a los organismos existentes para impulsar el avance del programa de cooperación.

En particular, el Foro sobre la Estabilidad Financiera está dedicando esfuerzos adicionales a fomentar la utilización interna de los códigos y normas acordados a escala internacional para reforzar la estabilidad financiera. El logro de este objetivo demanda, al menos, cuatro pasos: fijar una normativa, evaluar su grado de cumplimiento en cada país, aplicarla, y actualizarla periódicamente a la luz de la experiencia práctica. Aunque se han realizado importantes progresos en cada uno de estos aspectos, gracias a la disposición del FMI y del Banco Mundial a colaborar estrechamente con las comisiones técnicas normativas nacionales, aún queda mucho por hacer. En particular, algunos mercados emergentes continúan dudando de la legitimidad de los códigos elaborados esencialmente por un reducido número

de países desarrollados, y sostienen que, como mínimo, las normas deben reconocer la realidad de los diferentes niveles de desarrollo. Por lo que se refiere a su aplicación, es evidente que las agencias de calificación y los prestamistas deben adquirir un mejor conocimiento de los códigos existentes que les permita utilizarlos como referencia para recompensar a quienes los cumplen. Asimismo, resulta evidente que muchas economías de mercado emergentes necesitarán asesoramiento técnico a gran escala.

Igualmente es necesaria la conclusión de nuevos análisis y acuerdos sobre la manera más satisfactoria de gestionar y resolver las crisis financieras. Es preciso alcanzar un consenso más amplio sobre el establecimiento de unos principios básicos para reestructurar las entidades bancarias en situación de debilidad en los momentos de menor solidez del conjunto del sistema. Además, el proceso actual de concentración y globalización financieras está creando instituciones de mayor tamaño, grado de complejidad y vocación internacional, cuyas actividades suelen estar sometidas a diversas jurisdicciones de supervisión. Aunque la calidad de su gestión generalmente es muy alta, es indispensable realizar un análisis más detallado sobre los posibles métodos a aplicar a este tipo de instituciones si se sospechase que pudieran tener dificultades. El reconocimiento de la existencia de una tupida red de interconexiones entre muchas de estas instituciones hace que esta tarea sea aún más urgente. Por último, sería deseable un consenso más amplio sobre el papel que debe desempeñar el FMI en la gestión de las crisis de liquidez soberanas. Algunos continúan defendiendo la necesidad de grandes programas de financiación para complementar la condicionalidad, al tiempo que hacen notar la inaceptable dureza de las soluciones que se basan exclusivamente en el mercado y los peligros de los efectos desestabilizadores de las tensiones políticas y sociales. Otros subrayan que esta actuación propicia un comportamiento imprudente, especialmente por parte de los acreedores, y han sugerido el recurso a moratorias de deuda y a otros incentivos jurídicos para fomentar acuerdos negociados con los acreedores privados.

No existe una respuesta satisfactoria a esta última cuestión, que continuará debatiéndose durante décadas. Sí parece, sin embargo, que existe un creciente consenso sobre la manera de avanzar en muchas de las demás cuestiones antes mencionadas que tienen consecuencias tanto para la prevención de las crisis como para su gestión. Estos ámbitos reclaman de forma urgente la adopción de medidas, si se quiere evitar que la evolución financiera revele, una vez más, que se ha hecho demasiado poco y demasiado tarde.

Actividades del Banco

En el presente capítulo se ofrece una perspectiva general de las principales actividades realizadas por el Banco durante el último ejercicio financiero. Estas actividades continuaron centrándose en el fomento de la cooperación entre los bancos centrales y los responsables de la regulación en el ámbito de la estabilidad financiera y monetaria, y en la provisión de instrumentos y servicios financieros de alta calidad, principalmente a los bancos centrales. El capítulo también describe algunas modificaciones importantes de los Estatutos del Banco y de su organización. Los informes aquí mencionados, así como una gran parte de los trabajos de investigación del Banco, 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

Las reuniones bimestrales de los gobernadores de los bancos centrales miembros del BPI, y las actividades de secretaría de los diversos comités que trabajan para los gobernadores de los bancos centrales de los países del G-10, continuaron siendo el elemento central de la contribución del Banco a la cooperación financiera internacional. Con la notable expansión que ha experimentado el número de miembros del BPI en los últimos seis años, las reuniones, las materias de discusión y los esfuerzos realizados en pro de la cooperación han cobrado un carácter cada vez más global. Esta tendencia a la inclusión de nuevos participantes se ha visto reforzada por las crecientes actividades del Instituto para la Estabilidad Financiera, el desarrollo de la Oficina de Representación del BPI para Asia y el Pacífico situada en la Región Administrativa Especial de Hong Kong y la decisión de establecer en Ciudad de México una Oficina de Representación para las Américas. Otro componente de la cooperación en Asia fue la creación, en marzo del 2001, del Consejo Consultivo Asiático.

Consultas periódicas sobre cuestiones monetarias y financieras

Durante el periodo examinado, los gobernadores y los altos responsables de los bancos centrales miembros del BPI celebraron reuniones bimestrales para analizar el estado actual de la economía mundial, la evolución de los mercados financieros y algunas cuestiones de especial interés o preocupación para los bancos centrales. Una de esas reuniones se celebró fuera de Basilea, organizada por el Banco de México en noviembre del 2000.

Las *reuniones sobre la economía mundial*, que congregan a los gobernadores de los bancos centrales de los principales países industrializados y economías de mercado emergentes, continuaron analizando exhaustivamente la evolución de la economía mundial y de los mercados financieros internacionales. Los gobernadores recibieron con satisfacción la oportunidad de intercambiar ideas e información sobre acontecimientos fundamentales, sobre todo ante lo que parecía ser un cambio significativo del ciclo económico. Los debates contribuyeron, además, a reforzar el grado de conciencia sobre vulnerabilidades y desequilibrios incipientes.

Las *reuniones de los gobernadores de los países del G-10* se dedicaron el año pasado a evaluar más detalladamente las características específicas de la situación coyuntural y a analizar las discusiones y los trabajos que están realizando los diversos comités que informan en ellas. Además, los gobernadores de los países del G-10 aprobaron para su publicación o consulta pública diversos informes de estos comités (véase más adelante). Por último, los gobernadores se reunieron con los responsables de la supervisión de los países del G-10 en mayo del 2000 y del 2001 para debatir una amplia variedad de temas de interés común, entre los cuales se encuentran la propuesta del Nuevo Acuerdo de Capital de Basilea, la contabilidad basada en el adecuado valor y el tratamiento de instituciones financieras de gran tamaño y complejidad.

En las reuniones bimestrales de los gobernadores de los bancos centrales, a las que son invitados los gobernadores de todos los bancos centrales miembros del BPI, se dedica una reunión especial a analizar en profundidad una cuestión de especial importancia para los bancos centrales. Durante el periodo examinado, *las reuniones de todos los gobernadores* abordaron una amplia variedad de materias relacionadas con la política monetaria y la estabilidad financiera, entre las que figuran las tendencias de la liquidez en los mercados de bonos del Estado, la concentración del sector bancario, la prociclicidad y la regulación prudencial, la inflación y el marco de la política monetaria en los mercados emergentes y la aplicación de las normas y códigos para reforzar los sistemas financieros.

El *Comité sobre Oro y Divisas*, formado por expertos en mercados financieros de los bancos centrales del G-10, también celebró reuniones bimestrales el año pasado. En varias ocasiones, se amplió la participación en estas reuniones para incluir a representantes de los principales mercados emergentes. En el orden del día de las reuniones del año pasado predominaron las relaciones entre los tipos de cambio de las principales monedas. Los participantes también debatieron temas específicos de importancia para los operadores, como las ventajas de las intervenciones oficiales, las consecuencias de la reducción de la oferta de valores del Estado para la gestión de la política monetaria y la liquidez de los mercados de divisas.

El Banco continuó recogiendo, analizando y difundiendo información sobre la gestión de los bancos centrales. La demanda de esta información fue muy significativa el año pasado, ya que los bancos centrales que se encontraban en un entorno cambiante deseaban aprender de la experiencia de los demás. Estas labores continuaron estando dirigidas por un grupo de

coordinación en el que están representados los gobernadores de los bancos centrales de los países industrializados y de las economías de mercado emergentes. Para satisfacer esta demanda, se utilizó intensamente la red creada al efecto que administra el Banco y en la que participan alrededor de cuarenta bancos centrales. Este grupo no oficial permitió al Banco facilitar información comparativa actualizada sobre cuestiones de gestión de carácter urgente para los bancos centrales y expandir al mismo tiempo su base de conocimientos. Por último, el año pasado se celebró una reunión de altos representantes de los bancos centrales de todo el mundo para debatir la gestión de los bancos centrales en tiempos de cambio.

El año pasado también se celebraron diversas reuniones especiales de altos responsables de los bancos centrales. En marzo del 2001, se realizó un seminario especial de los gobernadores para debatir las prácticas de gestión del riesgo en las instituciones financieras. El Departamento Monetario y Económico organizó de nuevo dos reuniones con economistas de los bancos centrales, una para analizar las dimensiones micro y macroprudenciales de la estabilidad financiera y otra para abordar cuestiones coyunturales. Asimismo se llevaron a cabo varias reuniones de trabajo dedicadas a los objetivos de inflación y al proceso de inflación en los países industrializados y los mercados emergentes, a las finanzas electrónicas y a la liquidez de los mercados. Una característica cada vez más frecuente de estas reuniones especiales es la participación activa del sector privado en los debates.

El carácter mundial de la labor de cooperación del Banco continuó reflejándose el año pasado en las reuniones que congregan principalmente a altos responsables de los bancos centrales de las economías de mercado emergentes. Además de la reunión de trabajo periódica sobre la política monetaria celebrada en América Latina (en el Banco de México en noviembre del 2000), también se organizó una reunión sobre política monetaria para los subgobernadores de bancos centrales africanos (en el Banco de la Reserva de Sudáfrica en octubre del 2000). Está prevista la celebración de reuniones similares en mayo del 2001 en Asia (en el People's Bank of China) y en julio del 2001 en Europa Oriental. La ya tradicional reunión de dos días de los subgobernadores de las economías de mercado emergentes tuvo lugar en Basilea en diciembre del 2000. En ella se analizó la competencia, la concentración y la estabilidad sistémica de sus sectores financieros.

Fomento de la estabilidad financiera a través de los comités permanentes

Los tres comités creados por los bancos centrales del G-10 bajo los auspicios del BPI contribuyeron significativamente, una vez más, al fomento de la estabilidad financiera durante el periodo examinado. Este objetivo se analizó, al igual que en el pasado, desde tres ángulos distintos, aunque complementarios: la solidez institucional (Comité de Supervisión Bancaria de Basilea), el funcionamiento eficiente de los mercados (Comité sobre el Sistema Financiero Global) y una sólida infraestructura de pagos (Comité sobre Sistemas de Pago y Liquidación). Dada la diversidad de perspectivas, los comités han participado activamente en varios esfuerzos conjuntos en el

ámbito de la estabilidad financiera en los últimos años y, más recientemente, en relación con el Foro sobre la Estabilidad Financiera, en el que participan todos los comités.

Comité de Supervisión Bancaria de Basilea

Durante los últimos doce meses, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea continuó desarrollando su labor de orientación sobre algunas cuestiones bancarias fundamentales. La iniciativa más destacada fue la publicación de un segundo documento de consulta sobre el Nuevo Acuerdo de Capital de Basilea (que deberá entrar en vigor en el 2004). El Comité también publicó varios documentos importantes de carácter orientativo destinados a animar a los responsables de la supervisión bancaria de todo el mundo a reforzar su capacidad de supervisión en un amplio elenco de materias. En septiembre del 2000, el Comité organizó en el BPI, en colaboración con el Banco Nacional Suizo y con la Comisión Federal de Bancos de Suiza, la 11ª Conferencia Internacional de Supervisores Bancarios que se celebra cada dos años y a la que asistieron doscientos sesenta participantes de casi ciento treinta países.

El Nuevo Acuerdo de Capital de Basilea propuesto se expuso en un amplio conjunto de documentos publicados el 16 de enero de 2001. Su marco conceptual es similar al que se presentó en el primer documento de consulta de junio de 1999, descrito en el informe anual del año pasado, con un enfoque equilibrado basado en tres pilares igualmente importantes (las exigencias mínimas de capitales, la supervisión prudencial y las exigencias sobre comunicación de información). Sin embargo, se han añadido muchos más detalles como resultado de las consultas realizadas con el sector y con las autoridades supervisoras de países que no pertenecen al G-10. La mayoría de los comentarios recibidos gira en torno al primer pilar cuantitativo. Aunque el Nuevo Acuerdo propuesto está concebido principalmente para los bancos internacionales, se ha elaborado deliberadamente de forma que pueda aplicarse a todos los bancos, independientemente de su nivel de sofisticación. La necesidad de ofrecer una amplia variedad de opciones para cumplir este requisito explica en cierta medida la complejidad de las propuestas.

El documento de enero del 2001 se caracteriza por el ajuste de los métodos para medir el riesgo crediticio, de acuerdo con el primer pilar, así como por la formulación de métodos con mayor capacidad para calibrar el riesgo para el tratamiento de los avales, las garantías, los derivados crediticios, los acuerdos de compensación y la titulización. Se introduce, además, por primera vez un marco para aplicar exigencias de capitales al riesgo operativo.

El segundo campo en que trabajó el Comité de Basilea durante el periodo examinado fue la elaboración de normas prudenciales susceptibles de ser aplicadas a nivel mundial. El papel del Comité en este ámbito se ha visto reforzado significativamente por el Programa Conjunto de Evaluación del Sector Financiero del FMI y el Banco Mundial, que evalúa el grado de cumplimiento de las normas y códigos internacionales en los distintos países. Los Principios Básicos para una Supervisión Bancaria Eficaz de 1997 y la Metodología de los Principios Básicos de 1999 del Comité de Basilea han

constituido los instrumentos fundamentales para llevar a cabo esta labor. Como consecuencia de las evaluaciones realizadas hasta abril del 2001 y de los debates del Grupo de Enlace sobre los Principios Básicos de países pertenecientes y no pertenecientes al G-10, el Comité planea comenzar a revisar en breve los Principios Básicos con el fin de publicar un nuevo conjunto en el 2002. El propio Grupo de Enlace desarrolló una intensa actividad el año pasado y creó grupos de trabajo sobre capitales y sobre orientaciones para facilitar la autoevaluación en relación con los Principios Básicos.

El Comité de Basilea mantuvo un diálogo muy fluido con autoridades supervisoras de países que no son miembros. Su Secretaría estuvo representada en la mayoría de las reuniones de grupos regionales y respondió a las frecuentes preguntas y peticiones de ayuda. También participó cuando fue necesario en el amplio programa de formación y asistencia técnicas que se realiza actualmente a través del Instituto para la Estabilidad Financiera (véase más adelante). Además de poner en circulación los documentos relevantes publicados, su Secretaría preparó y difundió un Compendio Anual de los documentos orientativos relevantes y distribuyó periódicamente una Lista de Contactos de los supervisores bancarios de ciento setenta países. El aspecto más visible del alcance mundial de su labor fue la Conferencia Internacional bienal.

El Comité de Basilea continuó publicando periódicamente orientaciones sobre materias específicas relacionadas con la supervisión prudencial. El año pasado estuvieron referidas principalmente a la valoración del riesgo crediticio, la banca electrónica, la diligencia con los clientes, el riesgo de liquidación en las operaciones de divisas, la difusión de información sobre el riesgo crediticio, las auditorías internas, las relaciones entre los supervisores y los auditores externos y cuestiones relacionadas con las instituciones con alto grado de apalancamiento. Se publicaron dos documentos de trabajo sobre las calificaciones externas y los sistemas de prevención anticipada. El Comité continuó dialogando, además, con organismos contables internacionales sobre la contabilidad basada en el adecuado valor contable y otras cuestiones relevantes.

Comité sobre el Sistema Financiero Global

El Comité sobre el Sistema Financiero Global (CSFG) siguió realizando el seguimiento periódico del funcionamiento de los mercados financieros internacionales y del sistema financiero global. Entre los principales temas de interés figuran la evaluación y el análisis de los factores que podrían debilitar los sistemas financieros, tanto nacionales como internacionales, y constituir, a su vez, una amenaza para el funcionamiento de los principales países industrializados y economías de mercado emergentes.

El Comité prosiguió las labores realizadas en el área de la liquidez del mercado y la simulación de crisis. En una reunión de algunos de sus miembros y representantes del sector privado se analizó el grado en que los cambios de los procedimientos de gestión del riesgo aplicados por las instituciones podían afectar a la liquidez del mercado. Las principales

conclusiones de este ejercicio, así como las de los trabajos anteriores del Comité, se comunicaron al Foro sobre la Estabilidad Financiera (FEF).

A principios del 2000, el CSFG inició una encuesta sobre técnicas de simulación de crisis en cuarenta y tres bancos de diez países con el objeto de conocer mejor el papel que éstas desempeñaban en la gestión del riesgo y de averiguar qué acontecimientos excepcionales se consideraban riesgos significativos. El informe se sometió a consultas a finales de abril del 2001.

En enero del 2001 publicó su informe un grupo de trabajo creado para estudiar las implicaciones de la contratación electrónica en los mercados financieros. Este informe analiza la utilización de los sistemas de contratación electrónica en los mercados de divisas y de renta fija así como su repercusión en la estructura del mercado, la eficiencia y la transparencia. Centra especialmente su atención en cuestiones de estabilidad financiera, como la liquidez en los periodos de dificultades. El CSFG también continuó vigilando los cambios tecnológicos y sus implicaciones para los mercados financieros y estuvo representado en el Grupo de Contacto sobre Finanzas Electrónicas establecido por el FEF.

Otro grupo de trabajo del CSFG publicó un informe, en marzo del 2001, sobre las tendencias recientes, la gestión del riesgo y la dinámica en los mercados al por mayor. El informe analiza los cambios del empleo y de la existencia de garantías y su posible repercusión en la dinámica del mercado, especialmente en los periodos de dificultades. Para seguir de cerca los acontecimientos que pueden afectar a la política monetaria o a la estabilidad financiera, el Comité creó un grupo de trabajo para estudiar la financiación de la nueva economía. Las directrices de trabajo del grupo comprenden la consideración de las innovaciones introducidas en las prácticas financieras y los riesgos correspondientes, así como los posibles cambios del papel de los diferentes proveedores de servicios financieros.

En septiembre del 2000, el Grupo de Trabajo sobre Estadísticas Bancarias Internacionales del BPI publicó un informe que contenía propuestas para revisar las estadísticas bancarias consolidadas con el fin de que reflejen el riesgo último y para ampliar la cobertura de las exposiciones de derivados, así como los pasivos contingentes. Estas propuestas son en esencial coherentes con las recomendaciones del Grupo de Trabajo sobre Movimientos de Capitales del FEF. Por último, el CSFG, en colaboración con el Comité de Basilea, la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (AISS) y la Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV), patrocinó el informe del Grupo de Trabajo Multidisciplinar sobre la Mejora de la Difusión de Información, que fue enviado al FEF en marzo del 2001.

Comité sobre Sistemas de Pago y Liquidación

El Comité sobre Sistemas de Pago y Liquidación (CSPL) continuó dedicando sus esfuerzos al fomento de la solidez de los sistemas de pago y liquidación y reforzar así la infraestructura de los mercados financieros y reducir el riesgo sistémico. También intensificó su colaboración con otros grupos internacionales, especialmente con la OICV, y puso un particular empeño para

asociar a sus trabajos a un creciente grupo de bancos centrales de países no pertenecientes al G-10.

En enero del 2001, publicó los Principios Básicos para los Sistemas de Pagos Sistémicamente Importantes, tras dos rondas de consultas públicas a escala mundial. Estos principios sirven de orientación a los bancos centrales, a las organizaciones internacionales y a quienes elaboran y explotan los sistemas de pagos en sus intentos de mejorar su estructura y eficacia. Su importancia para la estabilidad financiera la demuestra el hecho de que su cumplimiento ha constituido uno de los aspectos de las evaluaciones de los países realizadas en el marco del programa de Evaluación del Sector Financiero llevado a cabo conjuntamente por el FMI y el Banco Mundial, así como de los *Informes sobre la Observancia de Normas y Códigos*.

El informe sobre los Principios Básicos, reflejando la creciente toma de conciencia sobre la necesidad de que los bancos centrales aborden cuestiones relacionadas con los sistemas de pagos, subraya, entre otras cosas, el papel de los bancos centrales en la vigilancia del cumplimiento de los Principios Básicos y la necesidad de que colaboren entre ellos. El marco de colaboración propuesto ha sido utilizado cada vez más por los bancos centrales, con el apoyo del CSPL, para supervisar los sistemas que afectan a varios países o a varias divisas.

Por lo que se refiere a sus actividades relacionadas con el establecimiento de normas, el CSPL y la OICV publicaron, en enero del 2001, un informe de consulta con recomendaciones destinadas a mejorar la seguridad y la eficacia de los sistemas de liquidación de valores de todo el mundo, incluidas las actividades transfronterizas. Se prevé que la elaboración de las recomendaciones finalizará a finales de este año.

Un aspecto fundamental de las labores actuales del Comité es la aplicación de la estrategia, acordada por los gobernadores de los bancos centrales de los países del G-10 en 1996, para reducir el riesgo de liquidación en las operaciones de divisas. El Comité continuó su labor de seguimiento y fomento de las iniciativas del sector privado en este ámbito, como elemento clave de la estrategia del G-10. También cooperó con el Comité de Basilea para elaborar unas recomendaciones internacionales para los bancos sobre la gestión prudencial y el control del riesgo de liquidación en las operaciones de divisas.

El Grupo de Trabajo sobre Sistemas de Pago Minorista del Comité continuó revisando los instrumentos de estos sistemas y las cuestiones que plantean y emitió otros informes sobre ellos. Por lo que se refiere al dinero electrónico, el Comité, a través de su Secretaría en la sede del BPI, ha seguido observando atentamente la evolución mundial de los productos basados en tarjetas y redes.

El Comité intensificó su cooperación con los bancos centrales de los países no pertenecientes al G-10, especialmente con las economías de mercado emergentes. Su Secretaría prestó asistencia a varios bancos centrales y grupos regionales de bancos centrales para elaborar publicaciones en las que se describen los sistemas de pagos de su país o zona geográfica. También ha prestado su apoyo a las reuniones de trabajo y seminarios sobre sistemas

de pago organizados por el BPI en colaboración con grupos regionales de bancos centrales. Tras su primera reunión celebrada en el hemisferio occidental en mayo del 2000, el Comité organizó en Ciudad de México una reunión de trabajo para las autoridades de los bancos centrales y autoridades monetarias de países miembros del CSPL, América Latina y el Caribe.

Oficina de Representación para Asia y el Pacífico

La Oficina de Representación para Asia y el Pacífico (la Oficina para Asia), que se abrió en julio de 1998, continuó impulsando 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 sus actividades se cuentan las siguientes: organizar reuniones de los responsables de los bancos centrales de la región y de otros países; contribuir a las investigaciones y análisis financieros y económicos del Banco en la región Asia-Pacífico; y fomentar las relaciones de negocios bancarios con los bancos centrales regionales. Dos importantes iniciativas del año pasado fueron el inicio de las operaciones de la sala de contratación de la Oficina para Asia y la creación del Consejo Consultivo Asiático (CCA).

Tras la decisión del Consejo de Administración de ampliar las actividades bancarias del BPI en la región, en octubre del 2000 entró en funcionamiento una sala de transacciones de la Tesorería Regional como parte integrante del Departamento Bancario del BPI. La nueva sala de contratación presta servicios bancarios a los bancos centrales durante las horas de negociación del huso horario asiático. También contribuye a reforzar las relaciones bancarias con las contrapartes comerciales de la región.

El objetivo del CCA, que se estableció a principios del 2001 y que está formado por los gobernadores de los bancos centrales de la región de Asia-Pacífico que son miembros del BPI, es servir de cauce de comunicación entre estos miembros y el Consejo de Administración y la dirección del BPI sobre cuestiones de interés para la comunidad de los bancos centrales de la zona. Ian Macfarlane, Gobernador del Banco de la Reserva de Australia, es su primer presidente y la Oficina para Asia desempeña las funciones de secretaría necesarias para sus reuniones, que se celebrarán como mínimo una vez al año.

Durante el periodo examinado, la Oficina para Asia colaboró en diversas reuniones, muchas de ellas celebradas bajo sus auspicios. En abril del 2001, organizó un seminario específico para los responsables de los bancos centrales de la región con el fin de analizar aspectos estadísticos y económicos de los préstamos concedidos al sector privado por entidades extranjeras. En diciembre del 2000, el Departamento Bancario y la Oficina para Asia celebraron, con la colaboración del Departamento Monetario y Económico, un seminario para gestores de reservas sobre las consecuencias de la reducción de los mercados de deuda pública. La tercera Reunión Especial de Gobernadores se celebró en febrero del 2001 y reunió a los gobernadores de la región y de algunos bancos centrales de países no asiáticos. La Oficina para Asia auspició, además, diversas reuniones celebradas en la región en el marco de los trabajos de varios comités del G-10, incluido, en colaboración

con la Hong Kong Monetary Authority, un intercambio de ideas entre las autoridades regionales responsables de la regulación y representantes de los bancos comerciales sobre el Nuevo Acuerdo de Capital de Basilea propuesto.

La Oficina para Asia trabajó en estrecha colaboración con los grupos regionales de bancos centrales. En octubre del 2000, a solicitud del Grupo de Trabajo sobre Supervisión Bancaria del EMEAP (Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks) organizó, junto con la Hong Kong Monetary Authority, un seminario del Instituto para la Estabilidad Financiera sobre la regulación y los riesgos vinculados a los instrumentos derivados. A finales del 2000, albergó y participó en el segundo Foro EMEAP sobre los mercados de divisas y otros mercados financieros. También participó en reuniones organizadas por instituciones regionales, así como en varias conferencias patrocinadas por bancos centrales, instituciones oficiales o privadas e instituciones universitarias de la región.

Instituto para la Estabilidad Financiera

La misión del Instituto para la Estabilidad Financiera (IEF) es contribuir a mejorar y reforzar los sistemas y las instituciones financieros de todo el mundo, principalmente mediante el diálogo con las autoridades supervisoras sobre las formas de reforzar la supervisión prudencial. También les ayuda a aplicar las medidas y procedimientos prudenciales necesarios. Para alcanzar sus objetivos dispone de diversos medios, en particular, la organización de seminarios y reuniones de trabajo regionales para altos responsables de la supervisión del sector financiero de todo el mundo. Estos encuentros tienen por objeto ayudar a los participantes a comprender mejor las técnicas de supervisión y brindarles la oportunidad de conocer las novedades más recientes en este campo. Desde sus inicios, el Instituto se ha ocupado principalmente de cuestiones bancarias, dado que la banca es la principal forma de intermediación financiera en muchas partes del mundo. Sin embargo, en razón de la continua integración financiera, está añadiendo gradualmente seminarios sobre la supervisión de los sectores de valores y de seguros a su programa, que abarcará con el tiempo todos los aspectos de la estabilidad financiera.

El año pasado, el IEF organizó nueve seminarios especiales en Basilea y quince seminarios de trabajo regionales en colaboración con grupos regionales de supervisores. En estas reuniones se debatieron diversos temas elegidos tras consultar con supervisores de todo el mundo. Entre ellos se cuentan la gestión del riesgo, la gestión de las empresas, la supervisión consolidada, el tratamiento de los bancos en dificultades y la aplicación de los Principios Básicos para una Supervisión Bancaria Eficaz. Se puso especial énfasis en ofrecer a los supervisores de países no pertenecientes al G-10 un mejor conocimiento de los cambios propuestos al Acuerdo de Capital de Basilea. Esta labor proseguirá durante la fase de aplicación del Nuevo Acuerdo. El IEF también celebró varios seminarios especiales, entre los cuales figura uno sobre el riesgo crediticio y de mercado destinado a los subgobernadores de los bancos centrales, uno sobre la gestión del riesgo destinado a

los supervisores de seguros y varios sobre cuestiones relacionadas con la garantía de depósitos. En los encuentros del año pasado participaron más de mil cien representantes de organismos responsables de la supervisión de todo el mundo.

El IEF tomó asimismo la iniciativa de invitar a destacados expertos y académicos a escribir sobre temas de interés para los supervisores del sector financiero. El primer *Occasional Paper* del IEF sobre la estructura organizativa de la supervisión bancaria se publicó en noviembre del 2000.

La cooperación con otras instituciones que tienen programas de ayuda para los supervisores continuó siendo una parte importante de la labor del IEF. Durante el periodo examinado, el IEF coordinó las actividades y colaboró con organizaciones como el Toronto Centre, el Instituto del FMI, el Banco Mundial y bancos regionales de desarrollo. También apoyó la participación del BPI en el Instituto Multilateral de Viena organizando para él dos seminarios bancarios.

A finales del 2000, Josef Tošovský sucedió a John Heimann como presidente del IEF.

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

Grupo de los Diez

El BPI contribuyó en el 2000, al igual que en el pasado, a las tareas de los ministros de Hacienda y de los gobernadores y subgobernadores de los países del G-10 y de los grupos de trabajo constituidos bajo sus auspicios. Participó en calidad de observador y con sus labores de secretaría. Durante el periodo examinado, un grupo de trabajo del G-10 realizó un estudio en profundidad sobre la concentración del sector financiero aprobado por los ministros de Hacienda y los gobernadores de los bancos centrales del G-10 y publicado en enero del 2001. Australia y España fueron invitados a participar en estos trabajos. El estudio contiene un análisis detallado de las pautas y las causas de la concentración del sector financiero en trece países y evalúa sus consecuencias para el riesgo financiero, la política monetaria, la eficiencia, la competencia y los flujos de crédito, así como para los sistemas de pago y liquidación. También identifica los ámbitos en los que es aconsejable adoptar medidas complementarias, tarea cuya realización ha comenzado. El G-10 continuó apoyando, además, el diálogo general sobre la forma de prevenir y resolver las crisis financieras.

Foro sobre la Estabilidad Financiera

El FEF se creó a principios 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. Reúne periódicamente a altos representantes de instituciones financieras internacionales, incluido el BPI, grupos internacionales de responsables de la regulación y supervisión, comités de expertos de bancos centrales y

autoridades nacionales responsables de la estabilidad financiera en importantes centros financieros internacionales. Lo preside a título personal Andrew Crockett, Director General del BPI. Puede encontrarse información detallada sobre el FEF, sus miembros y sus actividades, en su página de Internet (www.fsforum.org). Esta página contiene una obra de referencia —Compendio de Normas— sobre las diversas normas económicas y financieras que se consideran importantes a escala internacional para la solidez de los sistemas financieros. 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 BPI, el IEF, el FMI y el Banco Mundial.

Una actividad clave del FEF es intercambiar puntos de vista y reunir información sobre las vulnerabilidades del sistema financiero. En su reunión de marzo del 2001, sus miembros llegaron a la conclusión de que los principales mercados e instituciones financieros habían resistido satisfactoriamente las tensiones. No obstante, los efectos conjuntos de la desaceleración cíclica y de los desequilibrios financieros ya existentes exigía una vigilancia constante y una mejora de la colaboración por parte de las autoridades supervisoras. Si la situación empeorara, deberían revisarse las fuentes de vulnerabilidad. El FEF también consideró que los mecanismos de transferencia del riesgo constituyen un posible elemento de vulnerabilidad en los mercados financieros y examinó el papel de los nuevos instrumentos y de la nueva tecnología financiera en la propagación de la conducta gregaria como otra posible fuente de riesgo en el sistema financiero. El Foro subrayó la importancia y la urgencia de profundizar en estas cuestiones.

El FEF también revisa periódicamente los progresos realizados en la aplicación de sus recomendaciones sobre instituciones con alto grado de apalancamiento, movimientos de capitales y centros financieros extraterritoriales, así como las referidas al fomento de la aplicación de las normas internacionales encaminadas a reforzar la solidez de los sistemas financieros. En la reunión de marzo del 2001, reconoció que se habían realizado esfuerzos en una amplia variedad de ámbitos, pero señaló la importancia de profundizar en esta dirección y realizó un llamamiento a las autoridades nacionales y al sector privado para que se adoptasen medidas concretas.

Ante la preocupación por las posibles repercusiones de la quiebra descontrolada de una institución financiera de gran tamaño y grado de complejidad en la estabilidad del sistema financiero internacional, entre otros aspectos, el FEF, los ministros y los gobernadores del G-10 y el Comité de Basilea crearon un grupo de trabajo en el 2000 para examinar las principales cuestiones que puede plantear la liquidación de una institución de estas características. Se identificaron algunas medidas preparatorias que, junto con los procedimientos nacionales de emergencia, están siendo revisadas actualmente por diversas autoridades nacionales y que también serán analizadas a escala internacional.

En su reunión de marzo del 2001, el FEF identificó asimismo algunas lagunas en la elaboración de orientaciones internacionales sobre el tratamiento de los bancos en dificultades y los problemas bancarios sistémicos y

solicitó al Comité de Basilea, a través de su Grupo de Enlace sobre los Principios Básicos, que examinara esta cuestión. También analizó los progresos realizados en la elaboración de orientaciones internacionales sobre los sistemas de garantía de depósitos; analizó las implicaciones de las finanzas electrónicas para la supervisión y el funcionamiento de los mercados, basándose en los trabajos de un grupo de contacto creado anteriormente por el FEF; y analizó otras cuestiones financieras internacionales, entre las cuales figuran el Nuevo Acuerdo de Capital de Basilea y cuestiones de contabilidad y provisión de fondos para las instituciones financieras.

Dentro de su objetivo de llegar a otros países que no son miembros, el FEF inició recientemente reuniones regionales para fomentar el debate entre sus miembros y los que no lo son sobre las vulnerabilidades del sistema financiero y permitir a estos últimos aportar sus propias perspectivas a las labores del FEF. La primera reunión de ese tipo se celebró en Ciudad de México a principios de abril de este año con la asistencia de altos responsables de la estabilidad financiera de siete países latinoamericanos y España, así como con algunos miembros del FEF. Los participantes intercambiaron sus puntos de vista sobre las vulnerabilidades de los sistemas financieros nacionales e internacionales y analizaron las iniciativas nacionales e internacionales para reforzar la solidez de los sistemas financieros.

Asociación Internacional de Supervisores de Seguros

El BPI ha albergado la Secretaría de la AISS desde que ésta se estableció en enero de 1998. La AISS, 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 de carácter práctico, la ayuda mutua y el intercambio de información sobre las respectivas experiencias de sus miembros. También ha prestado su asistencia, en colaboración con otros organismos internacionales (en el marco del Foro Conjunto integrado por el Comité de Basilea, la OICV y la AISS), a elaborar principios para la supervisión de los conglomerados financieros. Por otra parte, participa activamente en el Foro sobre la Estabilidad Financiera.

Hasta ahora ha publicado diversos principios, normas y directrices entre los que cabe citar los siguientes: *Insurance Core Principles*, *Insurance Concordat* y *Guidance on Insurance Regulation and Supervision for Emerging Market Economies*, así como una amplia variedad de artículos en los que se formulan normas prudenciales en el campo de los seguros. El año pasado publicó *Insurance Core Principles Methodology*, *Principles on the Supervision of Insurance Activities on the Internet*, *Supervisory Standard on Group Coordination* y *Guidance Paper for Fit and Proper Principles and their Application*. Entre los trabajos en curso se encuentran la formulación de normas en el ámbito de la solvencia (nivel adecuado de capitales), la contabilidad en el sector de los seguros, el reaseguro, el riesgo de mercado, el comercio electrónico, la transparencia y la prevención de los delitos financieros y de las infracciones de la normativa.

La AISS ha organizado varios programas de formación y ha facilitado documentos de formación a los supervisores de los seguros, con el fin de ayudar a sus miembros a cumplir sus normas de supervisión. Durante el periodo examinado, organizó diversos seminarios regionales de formación para los supervisores del sector de los seguros de África, América Latina, Asia, Europa Central y Oriental y jurisdicciones extraterritoriales.

3. Otros tipos de cooperación con los bancos centrales

Cooperación sobre cuestiones estadísticas

El BPI continuó colaborando activamente con los bancos centrales y con otras organizaciones internacionales sobre diversas cuestiones estadísticas. Actualmente, los bancos centrales de unos treinta países recogen e intercambian con el BPI información muy amplia sobre las posiciones transfronterizas y en divisas de los bancos de su país en base territorial y consolidada. El BPI presidió un grupo de trabajo de expertos en estadística encargado de elaborar un programa de aplicación de las recomendaciones formuladas en un informe realizado por un grupo de trabajo del CSFG (véase más arriba). Se prevé que las mejoras propuestas comenzarán a aplicarse a finales del 2004.

El Banco coordinó en abril del 2001 una nueva encuesta trienal sobre los mercados de divisas y de derivados en unos cincuenta centros financieros. Los resultados podrán consultarse en otoño del 2001. El BPI continuó cooperando en la elaboración de las estadísticas conjuntas del BPI, el FMI, la OCDE y el Banco Mundial sobre deuda externa, que suministran datos trimestrales sobre los principales componentes de la deuda externa de las economías de mercado emergentes. En este contexto, se realizó un estudio para identificar las principales diferencias entre las cifras disponibles sobre la deuda externa facilitadas por los acreedores y las publicadas por las propias economías de mercado emergentes basadas en datos de los deudores. Por último, el BPI continuó estudiando con el FMI y el BCE la posibilidad de crear una base mundial de datos sobre las diferentes emisiones de valores con el fin de mejorar las estadísticas sobre valores y balanza de pagos en todo el mundo y el análisis de la evolución de los mercados financieros internacionales.

El BPI continuó presidiendo el Grupo de Expertos sobre Cuestiones Relacionadas con el Banco de Datos Monetarios y Económicos y ofreciendo a los bancos centrales participantes (actualmente veintitrés) servicios para el intercambio electrónico de una amplia variedad de estadísticas económicas, monetarias y financieras. Se invitó a un significativo número de bancos centrales de mercados emergentes que aceptaron participar en estos trabajos. La plataforma de la base de datos del BPI está formada por una compleja estructura de códigos para las series temporales correspondiente a un marco comúnmente aceptado; un conjunto de procedimientos técnicos para transmitir esta información a y desde un nodo central situado en el Banco utilizando tecnologías basadas en la Web; y una norma internacional de

intercambio (GESMES/CB – Generic Statistical Message for Central Banks) elaborada conjuntamente por el BPI, los bancos centrales y otras instituciones internacionales. Por lo que se refiere a este último aspecto, el BPI, a petición del Grupo de Expertos en Bancos de Datos, comenzó a investigar con otras instituciones, como el FMI, la OCDE, el SEBC y Eurostat la forma de mejorar la cooperación internacional sobre las normas para el intercambio electrónico de datos con el fin de racionalizar la información estadística publicada.

Cooperación con los grupos regionales de bancos centrales

El BPI siguió apoyando la cooperación entre los bancos centrales en diversas partes del mundo, bien en el seno de las asociaciones regionales de carácter político existentes o de organizaciones especializadas en actividades de banca central. El año pasado mantuvo una activa colaboración con el CEMLA (Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos), el EMEAP (Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks), el SADC (Southern African Development Community), el MEFMI (Macroeconomic and Financial Management Institute of Eastern and Southern Africa) y el SEACEN (South-East Asian Central Banks). La cooperación consistió en la participación en reuniones organizadas por estos grupos y en la organización de reuniones o seminarios conjuntos celebrados sin periodicidad fija. Por ejemplo, tras una conferencia sobre los sitios Web de los bancos centrales celebrada en el BPI en junio del año pasado, algunos grupos de bancos centrales organizaron un encuentro similar para sus respectivas zonas geográficas con la asistencia del BPI.

Coordinación de la asistencia y la formación técnicas

El BPI ayudó como en años anteriores a los bancos centrales de más de veinte países industrializados a coordinar su asistencia y formación técnicas destinadas a los bancos centrales de Europa Central y Oriental, la Comunidad de Estados Independientes y algunas economías asiáticas en transición. Esta coordinación se realiza organizando reuniones periódicas que congregan a responsables de los bancos centrales donantes y receptores, así como el FMI y otras organizaciones internacionales. Una de las reuniones celebradas el año pasado tuvo lugar en el Instituto Multilateral de Viena. El BPI continuó contribuyendo a sus actividades organizando seminarios en estrecha colaboración con el IEF y los comités radicados en Basilea.

Grupo de Expertos en Informática

En junio del 2000, el Grupo de Expertos en Informática celebró una reunión de trabajo especial en Hong Kong con responsables de servicios informáticos de los bancos centrales asiáticos para debatir el tema de los retos estratégicos que plantea la tecnología de la información a los bancos centrales del G-10 y de Asia. Las diferentes presentaciones y debates se refirieron a la utilización de Internet y de las tecnologías conexas por parte de los bancos centrales, la gestión de documentos, las estrategias de provisión de cualificaciones y de servicios y la infraestructura informática de los sistemas de pago.

En las reuniones periódicas celebradas durante el año se analizaron la evolución experimentada por los bancos centrales en lo que se refiere a la

estrategia, la organización, la infraestructura y los proyectos informáticos, centrados en muchos casos en aspectos del comercio electrónico. Las cuestiones relacionadas con la seguridad informática, en particular, la seguridad del acceso a Internet y la aplicación de medidas de protección que utilizan la tecnología de infraestructura de clave pública continuaron siendo un importante tema tanto para los expertos en informática como para su Grupo de Trabajo sobre Cuestiones relacionadas con la Seguridad.

4. Funciones de agente y fideicomisario

Fideicomisario de empréstitos públicos internacionales

El Banco prosiguió desempeñando durante el año examinado sus funciones de fideicomisario para los bonos de consolidación 1990–2010 de los empréstitos Dawes y Young (para más información sobre las funciones del Banco a este respecto véase el 63° 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 el 2000 la Bundesschuldenverwaltung (BSV – Administración de la Deuda Federal de Alemania) había pagado una cantidad total de alrededor de 9,1 millones de marcos alemanes en concepto de reembolso del principal y de intereses. Los valores de reembolso y otros detalles fueron publicados por la BSV 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 50° 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 encargado de la inversión de garantías en beneficio de los titulares de determinados bonos denominados 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. Operaciones del Departamento Bancario

Al 31 de marzo de 2001, el balance era de 76.054 millones de francos oro, lo que constituye una cifra récord al fin del ejercicio y representa un aumento del 1,6% con respecto al total de 74.836 millones registrados doce meses antes. De hecho, este resultado habría sido aún mejor (en unos 3.200 millones de francos oro) de no haber sido por la repercusión negativa que tuvo en el total

del balance la apreciación global que experimentó el dólar de Estados Unidos entre el comienzo y el fin del ejercicio.

Al igual que en años anteriores, el balance del BPI aumentó significativamente a finales del otoño hasta alcanzar un máximo a finales de diciembre antes de reducirse de nuevo en el primer trimestre del 2001. Sin embargo, esta tendencia fue mucho menos pronunciada que en los dos años anteriores. A finales de diciembre se alcanzó un máximo de 80.673 millones de francos oro, cifra bien por debajo del máximo del ejercicio anterior de 87.049 millones registrado a finales de diciembre de 1999.

Como se ha señalado antes, el BPI abrió el pasado octubre una nueva sala de transacciones de la Tesorería Regional en su Oficina para Asia situada en la Región Administrativa Especial de Hong Kong. Esta sala de Tesorería Regional no tiene personalidad jurídica propia y todas las transacciones que se realizan a través de él se efectúan en nombre del BPI de Basilea.

Pasivo

Al 31 de marzo de 2001, los fondos recibidos en depósito en oro y divisas (excluidas las operaciones con pacto de recompra (*repo*)) sumaban un total de 70.117 millones de francos oro, que cabe comparar con los 68.724 millones que alcanzaban al cierre del ejercicio anterior. Los depósitos en oro aumentaron en la modesta cifra de 22 millones de francos oro, pasando a un total de 2.842 millones, lo que representa un 4,1% del total de depósitos (exactamente igual que en el ejercicio anterior). En cambio, los depósitos en divisas crecieron en 1.371 millones de francos oro (excluidos los *repos*) durante ese mismo periodo. En conjunto, el volumen medio diario de depósitos en divisas fue un 2,5% mayor que en el ejercicio anterior, aumento al que contribuyeron en cierta medida la fijación más competitiva de los precios y la comercialización más activa de los productos financieros del BPI.

El incremento que experimentó el volumen de depósitos en divisas durante el pasado ejercicio financiero se debió principalmente al aumento de los fondos recibidos en dólares de Estados Unidos y en menor medida de los fondos recibidos en euros. Al 31 de marzo de 2001, el dólar de Estados Unidos representaba el 66,9% del total de fondos depositados en divisas, mientras que la cifra fue del 65,3% en el ejercicio anterior. La proporción correspondiente al euro también aumentó durante ese mismo periodo, pasando del 19,4% al 20,7% del total de fondos depositados en divisas.

Los depósitos efectuados por los bancos centrales y otras autoridades monetarias pasaron de 60.667 millones de francos oro a 64.687 millones, lo que a finales de marzo del 2001 representaba un 96,2% del total de fondos depositados en divisas (excluidos los *repos*), frente a 92,1% del ejercicio anterior. Los fondos procedentes de otros depositantes (principalmente instituciones internacionales) ascendieron a 3.578 millones de francos oro, mientras que al 31 de marzo de 2000 eran de 5.236 millones. Dado que los clientes del BPI tratan de mejorar cada vez más el rendimiento de sus inversiones, el plazo de vencimiento medio de los fondos depositados por los clientes mostró una clara tendencia a ampliarse.

Activo

Los fondos depositados en el BPI se colocan en el mercado, principalmente en bancos comerciales de excelente reputación que actúan a escala mundial y en títulos del Estado a corto plazo. Desde que se abrió el pasado otoño la sala de Tesorería Regional en Hong Kong, el volumen de operaciones del BPI con bancos e instituciones financieras de Asia ha crecido significativamente. El BPI también concede créditos a corto plazo a bancos centrales, normalmente garantizados. El riesgo crediticio, la transformación de los vencimientos y el riesgo de mercado ligados a las operaciones financieras del Banco en Basilea y en Hong Kong son vigilados rigurosamente por una unidad independiente de control del riesgo que rinde cuentas directamente al Director General Adjunto. Se pone especial cuidado en garantizar que el grado de liquidez sea suficiente en todo momento para responder eficazmente a las necesidades imprevistas de los clientes.

Al 31 de marzo de 2001, las inversiones en divisas ascendían a 71.636 millones de francos oro, mientras que un año antes eran de 71.127 millones. Este total comprende 210 millones de francos oro en concepto de anticipos a los bancos centrales. Los activos del Banco en oro aumentaron ligeramente durante el ejercicio, pasando de 3.506 millones de francos oro a 3.521 millones, debido al incremento 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 valores líquidos emitidos por los gobiernos de los principales países industrializados, aunque se ha producido una cierta diversificación en favor de los instrumentos crediticios de primera clase y de los valores emitidos por instituciones internacionales.

El Banco también utiliza diversos instrumentos derivados, con el fin de gestionar sus fondos con mayor eficacia y dar cobertura a los fondos recibidos en préstamo (véase la nota 10(a) a las cuentas). En particular, la tendencia de los clientes, ya mencionada, a ampliar los plazos de vencimiento ha impulsado al Banco a recurrir en mayor medida a los futuros y a los *swaps* de tipos de interés.

6. Beneficios netos y su distribución

Las cuentas del 71º ejercicio financiero cerrado el 31 de marzo de 2001 arrojan un beneficio neto de 271,7 millones de francos oro, frente a los 307,8 millones de francos oro del ejercicio anterior. Los ingresos procedentes de los intereses generados por las inversiones de fondos propios aumentaron, debido a que los intereses percibidos fueron, en promedio, mayores que en el ejercicio anterior. Los ingresos generados por las operaciones realizadas con los recursos depositados fueron similares a los del ejercicio anterior. Sin embargo, las pérdidas contables fueron significativas debido a que los bancos centrales intensificaron sus operaciones de cartera cuando bajaron los tipos de interés durante los últimos meses del ejercicio financiero y aumentaron los

valores de mercado de sus derechos sobre el BPI. En términos económicos, estas pérdidas fueron contrarrestadas por las ganancias contables no realizadas en los activos adquiridos con fondos depositados en el banco y las operaciones extracontables del Banco, que, conforme a la práctica contable del BPI, no se contabilizan en la cuenta de pérdidas y ganancias. Estas pérdidas se invertirán de aquí al vencimiento de los derechos en cuestión. Por último, el Consejo de Administración decidió que puesto que el nivel actual de provisión para riesgos bancarios y otros imprevistos era suficiente, no era necesario realizar una transferencia a esta provisión.

El resultado que se indica para el ejercicio es el obtenido después de deducir 67,0 millones de francos oro en concepto de gastos de administración, incluida la depreciación, mientras que la cifra del ejercicio anterior fue de 68,8 millones de francos oro, lo que representa una disminución del 3%. Los gastos de administración aumentaron un 6% en francos suizos, moneda en la que se realiza la mayor parte de los gastos del Banco. Dentro de esta categoría, la depreciación aumentó un 18% en francos suizos (y un 8% en francos oro) como consecuencia de las continuas inversiones del Banco en tecnología de la información y otro equipamiento, incluida la mejora de los sistemas bancarios electrónicos y el equipamiento de la nueva sala de contratación de Hong Kong.

En aplicación del artículo 51 de los Estatutos, se ha propuesto que la Asamblea General distribuya los beneficios netos de 271,7 millones de francos oro de la siguiente manera:

- (i) 48,6 millones de francos oro para el pago de un dividendo de 360 francos suizos por acción. Debe señalarse que se pagará el dividendo a 452.113 acciones. El número de acciones emitidas y pagadas antes de la operación de recompra es de 529.165. De este número de acciones, 77.052 son acciones propias, que comprenden 74.952 acciones recompradas a antiguos accionistas privados y a bancos centrales y otras 2.100 acciones. No se pagará ningún dividendo por las acciones propias;
- (ii) 44,6 millones de francos oro que se transferirán al fondo de reserva general;
- (iii) 3,0 millones de francos oro que se transferirán al fondo de reserva especial para dividendos; y
- (iv) 175,5 millones de francos oro, que constituyen el remanente de los beneficios netos disponibles, que se transferirán al fondo de reserva libre. Este fondo puede ser utilizado por el Consejo de Administración para cualquier fin que resulte conforme a los Estatutos.

El Consejo de Administración ha propuesto que se pague el dividendo antes mencionado el 1 de julio de 2001 a los accionistas cuyos nombres consten en el registro de acciones del Banco al 20 de junio de 2001.

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 que les acompañan, reflejan fielmente la posición financiera del Banco al 31 de marzo de 2001 y los resultados de sus operaciones en el ejercicio cerrado a esa fecha. El informe de los auditores figura después de las cuentas.

7. Modificación de los Estatutos del Banco

Recuperación de las acciones que estaban en manos de particulares

Tal como se anunció el 11 de septiembre de 2000, el 8 de enero de 2001 se celebró una Asamblea General Extraordinaria en la que se decidió, por recomendación del Consejo de Administración, limitar en el futuro el derecho a tener acciones en el BPI exclusivamente a los bancos centrales. En consecuencia, la Asamblea General Extraordinaria aprobó una enmienda de los Estatutos del Banco que estipulaba la recompra obligatoria por parte del Banco de todas sus acciones en manos de particulares contra el pago de una indemnización de 16.000 francos suizos por acción (lo que equivale a unos 9.950 \$ al tipo de cambio entre el dólar de Estados Unidos y el franco suizo vigente el 8 de enero de 2001).

La cuantía de la indemnización de 16.000 francos suizos por acción pagadera a los accionistas privados representó una prima del 95–155% con respecto a los precios de cierre de la última sesión de contratación de septiembre del 2000 antes del anuncio de la transacción propuesta, cuando las acciones estadounidenses, belgas y francesas objeto de la recompra obligatoria cotizaban a 8.195, 7.800 y 6.273 francos suizos, respectivamente. Este importe fue determinado por el Consejo de Administración y ratificado posteriormente por la Asamblea General Extraordinaria sobre la base de la valoración y las recomendaciones del banco internacional de inversiones J. P. Morgan & Cie, que realizó un análisis de valoración basado en múltiples criterios. La empresa auditora Barbier Frinauld & Associés (Arthur Andersen Group) realizó a su vez un análisis independiente y emitió un informe en el que se confirmaba el carácter equitativo de la indemnización propuesta.

Dos razones llevaron principalmente al Banco a realizar la recompra obligatoria. En primer lugar, la existencia de un pequeño número de accionistas privados, cuyos intereses eran prioritariamente financieros, resultaba cada vez más incompatible con el papel internacional público del BPI y su futura evolución. La función fundamental del BPI es fomentar la cooperación entre los bancos centrales y contribuir así a la estabilidad del sistema financiero mundial; maximizar el rendimiento de las inversiones financieras de los accionistas no constituye un objetivo primordial del BPI. En segundo lugar, los mercados de acciones del BPI tenían imperfecciones que no podían corregirse: las acciones en manos de particulares representaban tres emisiones no fungibles (la totalidad de la emisión estadounidense y una parte de las emisiones francesa y belga) que eran objeto de un escaso volumen de negociación en dos mercados bursátiles y los Estatutos del Banco exigían procedimientos extremadamente complejos para la transferencia de acciones.

Con el fin de efectuar la recompra obligatoria de todas las acciones en manos de particulares, se modificaron los artículos 6, 12 y 15 a 18 de los Estatutos del Banco para limitar el derecho a tener acciones en el BPI exclusivamente a los bancos centrales. Se introdujo, además, una disposición transitoria en los Estatutos, el artículo 18(A), para la supresión de los accionistas privados inscritos en el registro del Banco y para el pago a estos

accionistas de una indemnización de 16.000 francos suizos por acción. El nuevo artículo también se refiere a la distribución de las acciones en poder del BPI entre los bancos centrales accionistas en la manera que decida el Consejo de Administración en fecha posterior. Como resultado de la opción dada al mismo tiempo a los bancos centrales que poseen acciones del BPI distintas de las emitidas por su país de vender esas acciones al Banco por la misma cantidad de 16.000 francos suizos por acción, el Banco ha recomprado 74.952 de sus propias acciones.

Las modificaciones introducidas en los Estatutos para realizar la transacción se basan en las normas internacionales especiales aplicables al BPI en su condición de organismo internacional (incluido el Convenio Constitutivo del Banco y sus Estatutos). En particular, el artículo 54 de los Estatutos del Banco dispone que el Tribunal Arbitral previsto por el Acuerdo de La Haya es el único competente para dictaminar sobre los conflictos derivados de la transacción relacionados con la interpretación o con la aplicación de los Estatutos. Un pequeño número de antiguos accionistas privados ha expresado su disconformidad con la cuantía de la indemnización y los métodos de valoración elegidos y ha emprendido acciones contra el Banco ante el Tribunal Arbitral o ante los tribunales nacionales. El BPI ha solicitado que todas esas demandas se remitan al Tribunal Arbitral de La Haya.

Otras cuestiones

Además de las modificaciones de los Estatutos relacionadas con la recuperación de las acciones del Banco en manos de particulares, la Asamblea General Extraordinaria aprobó la introducción de modificaciones en el artículo 40 de los Estatutos relativas al título en inglés y en alemán del Director General Adjunto y en el artículo 45 de los Estatutos relativas a la fijación de la fecha de las Asambleas Generales Anuales.

8. Cambios de la composición del Consejo de Administración

El Consejo renovó en su reunión de junio del 2000 el nombramiento de Nout H. E. M. Wellink, Presidente del Banco de los Países Bajos, como miembro del Consejo de Administración para otro periodo de tres años, que finalizará el 30 de junio de 2003.

En septiembre del 2000, Alan Greenspan, Presidente de la Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, renovó el nombramiento de William J. McDonough como miembro del Consejo de Administración para otro periodo de tres años, que concluirá el 12 de septiembre de 2003. En esa misma sesión, el Consejo renovó el nombramiento de Masaru Hayami, Gobernador del Banco de Japón, como miembro del Consejo, también para otro periodo de tres años, que expirará el 12 de septiembre de 2003.

Jean-Claude Trichet, Gobernador del Banco de Francia, renovó el nombramiento de Hervé Hannoun como miembro del Consejo de Administración en noviembre del 2000 para otro periodo de tres años, que terminará el 27 de noviembre de 2003.

A finales de diciembre del 2000, la jubilación de Hans Meyer como Presidente del Banco Nacional Suizo dejó vacante su puesto en el Consejo. El Consejo eligió a Jean-Pierre Roth, sucesor de Hans Meyer en el Banco Nacional Suizo, miembro del Consejo a partir del 1 de enero de 2001 para el periodo que restaba del mandato de Hans Meyer, es decir, hasta finales de marzo del 2001. En marzo del 2001, Jean-Pierre Roth fue reelegido hasta el 31 de marzo de 2004.

En septiembre de 2000, Gordon Thiessen, Gobernador del Banco de Canadá, fue reelegido miembro del Consejo hasta el 12 de septiembre de 2003. No obstante, al jubilarse y dejar vacante su puesto en el Consejo a finales de enero del 2001, éste eligió a su sucesor como Gobernador del Banco de Canadá, David Dodge, miembro del Consejo para el periodo restante del mandato de Gordon Thiessen, es decir, hasta el 12 de septiembre de 2003.

Antonio Fazio, Gobernador del Banco de Italia, nombró a Bruno Bianchi como primer suplente a partir de julio del 2000 en sustitución de Carlo Santini. Guy Quaden, Gobernador del Banco Nacional de Bélgica, nombró a Peter Praet como primer suplente a partir de octubre del 2000 en sustitución de Jean-Jacques Rey.

Por lo que se refiere a los altos responsables del Banco, los directores Guy Noppen y Marten de Boer se jubilaron a finales de septiembre del 2000 y finales de marzo del 2001, respectivamente. Peter Dittus fue nombrado Secretario General Adjunto a partir del 1 de octubre de 2000.

Balance de situación y cuenta de pérdidas y ganancias

Al 31 de marzo de 2001

Balance de situación al 31 de marzo de 2001

(en millones de francos oro – véase la nota 2(a) a las cuentas)

2000	Activo	2001
	Oro	
2 265,4	En lingotes	2 195,3
1 240,4	Depósitos a plazo y anticipos	1 325,8
3 505,8		3 521,1
11,4	Efectivo en caja y cuentas bancarias a la vista	20,3
7 853,9	Letras del Tesoro	4 597,8
	Depósitos a plazo y anticipos en divisas	
32 401,0	A tres meses como máximo	27 894,8
9 452,9	A más de tres meses	16 901,6
41 853,9		44 796,4
	Títulos adquiridos con pacto de reventa	
1 268,1	A tres meses como máximo	3 882,0
	Títulos del Estado y otros valores a plazo	
4 295,8	A tres meses como máximo	4 490,3
15 844,1	A más de tres meses	13 849,2
20 139,9		18 339,5
120,7	Terrenos, edificios y equipamiento	113,2
82,0	Varios	783,7
74 835,7		76 054,0

La clasificación al 31 de marzo de 2000 de algunos elementos del activo y del pasivo cuyo plazo de devolución era corto se ha modificado para reflejar correctamente su plazo contractual de vencimiento.

Después de la asignación de beneficios netos del ejercicio	Pasivo	Antes Después de la asignación de beneficios netos del ejercicio	
		2000	2001
330,7	Capital	330,7	330,7
2 911,6	Reservas	2 911,6	3 134,7
	Acciones propias	(384,0)	(384,0)
191,9	Cuenta de diferencia de valoración	56,0	56,0
	Depósitos (oro)		
2 240,3	A la vista	2 178,1	2 178,1
197,5	A tres meses como máximo	282,5	282,5
382,4	A más de tres meses	381,7	381,7
2 820,2		2 842,3	2 842,3
	Depósitos (monedas)		
3 423,2	A la vista	2 690,5	2 690,5
39 244,7	A tres meses como máximo	28 204,1	28 204,1
23 235,8	A más de tres meses	36 380,2	36 380,2
65 903,7		67 274,8	67 274,8
	Títulos vendidos con pacto de recompra		
103,0	A tres meses como máximo	990,6	990,6
2 519,9	Varios	1 760,3	1 760,3
	Cuenta de pérdidas y ganancias	271,7	
54,7	Dividendo pagadero al 1 de julio		48,6
74 835,7		76 054,0	76 054,0

Cuenta de pérdidas y ganancias

para el ejercicio financiero cerrado al 31 de marzo de 2001
(en millones de francos oro)

	2000	2001
Intereses, descuentos y otros ingresos de explotación	4 222,4	5 532,0
A deducir: cargos por intereses y descuentos	3 845,8	5 193,3
Intereses netos y otros ingresos de explotación	<u>376,6</u>	<u>338,7</u>
A deducir: gastos de administración		
Consejo de Administración	1,2	1,1
Dirección y personal	40,6	39,3
Gastos de oficina y diversos	19,4	18,5
Gastos de administración antes de la depreciación	<u>61,2</u>	<u>58,9</u>
Depreciación	7,6	8,1
	<u>68,8</u>	<u>67,0</u>
Beneficios netos del ejercicio financiero	307,8	271,7
<p>El Consejo de Administración recomienda a la Asamblea General Anual que los beneficios netos del ejercicio cerrado al 31 de marzo de 2001 se asignen de conformidad con lo dispuesto en el artículo 51 de los Estatutos de la manera siguiente:</p>		
Dividendo: 360 francos suizos por acción, a 452 113 acciones		48,6
340 francos suizos por acción, a 517 165 acciones	54,5	
a 12 000 acciones nuevamente emitidas (prorrateado según la fecha de suscripción)	0,2	
	<u>54,7</u>	<u>48,6</u>
	253,1	223,1
Transferencia al fondo de reserva general	<u>50,6</u>	<u>44,6</u>
	202,5	178,5
Transferencia al fondo de reserva especial para dividendos	<u>3,0</u>	<u>3,0</u>
	199,5	175,5
Transferencia al fondo de reserva libre	<u>199,5</u>	<u>175,5</u>
	-	-

Evolución del capital desembolsado y de las reservas del Banco

durante el ejercicio cerrado al 31 de marzo de 2001
(en millones de francos oro)

I. Capital

	Número de acciones	Francos oro (millones)
Acciones de 2 500 francos oro, de las que se desembolsó el 25%:		
Saldo al 31 de marzo de 2000, según el balance de situación	529 165	330.7
Saldo al 31 de marzo de 2001, según el balance de situación	529 165	330.7

Para más información véase la nota 7 a las cuentas.

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 2000, tras la asignación de los beneficios netos del ejercicio financiero 1999/2000	33,1	1 259,1	68,5	1 550,9	2 911,6
A añadir: asignaciones de los beneficios netos del ejercicio financiero 2000/2001	–	44,6	3,0	175,5	223,1
Saldos al 31 de marzo de 2001 según el balance de situación	33,1	1 303,7	71,5	1 726,4	3 134,7

III. El capital y los fondos de reserva representaban al 31 de marzo de 2001 (después de las asignaciones indicadas):

	Capital	Fondos de reserva	Total de capital y reservas
Activos netos en:			
Oro	330,7	331,0	661,7
Monedas	–	2 803,7	2 803,7
Saldos al 31 de marzo de 2001 según el balance de situación	330,7	3 134,7	3 465,4

Notas a las cuentas

para el ejercicio financiero cerrado al 31 de marzo de 2001
(en millones de francos oro)

1. Introduction

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 su sede está radicada 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 cuarenta y nueve 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, los Países Bajos, el Reino Unido, Suecia y Suiza y por consejeros nombrados por seis de estos países.

Las cuentas correspondientes al ejercicio financiero 2000/01 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. De conformidad con el artículo 4 de los Estatutos del Banco, el franco oro (FO, en abreviatura) equivale a 0,29032258... gramos de oro fino. Las partidas que representan derechos en oro se convierten a francos oro en función de su peso en fino. Las partidas denominadas 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 denominadas 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 a francos oro en la forma indicada.

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 a 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 pacto de reventa

Los títulos adquiridos con pacto de reventa se contabilizan de acuerdo con la cuantía entregada por anticipado a la otra parte, más los intereses devengados.

(g) Terrenos, edificios y equipamiento

El Banco capitaliza el costo de sus terrenos, edificios y equipamiento y lo deprecia 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.

Equipamiento informático – 4 años.

Otro equipamiento – 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 que se aplica a los títulos a plazo fijo en poder del Banco (véase el apartado (d)).

(j) *Títulos vendidos con pacto de recompra*

Los títulos vendidos con pacto de recompra se contabilizan por la cuantía recibida de la otra parte, más los intereses devengados.

(k) *Provisión para riesgos bancarios y otros imprevistos*

Cada año, el Consejo de Administración revisa el nivel de la provisión y si lo estima necesario refuerza esta provisión, que se incorpora a la partida de varios del pasivo.

3. Tenencias de oro

En el cuadro siguiente se indica la composición de las tenencias totales de oro del Banco:

Activos	2000	2001
Oro en lingotes en los bancos centrales	2 265,4	2 195,3
Depósitos a plazo en oro:		
A tres meses como máximo	261,4	372,0
A más de tres meses	979,0	953,8
	<u>3 505,8</u>	<u>3 521,1</u>

Las tenencias propias de oro del Banco ascendían, al 31 de marzo de 2001, a 661,7 millones FO, que equivalen a 192 toneladas de oro fino (2000: 661,7 millones FO; 192 toneladas).

4. Letras del Tesoro

Las tenencias del Banco eran las siguientes:

	2000	2001
Valor contable	7 853,9	4 597,8

El valor de mercado de las letras del Tesoro, al 31 de marzo de 2001, era de 4 601,1 millones FO (2000: 7 854,1 millones FO).

5. Títulos del Estado y otros valores a plazo

Las tenencias del Banco eran las siguientes:

	2000	2001
Valor contable	20 139,9	18 339,5

El valor de mercado de los títulos del Estado y otros valores a plazo, al 31 de marzo de 2001, era de 18 558,4 millones FO (2000: 20 120,0 millones).

6. Terrenos, edificios y equipamiento

	Terrenos y edificios	Equipamiento informático y otro	Total
Costo:			
Saldo de apertura al 1 de abril de 2000	129,6	48,2	177,8
Gasto de capital	0,9	4,1	5,0
Cierres y salidas		(18,6)	(18,6)
Ajustes cambiarios	(4,7)	(1,8)	(6,5)
Costo al 31 de marzo de 2001	125,8	31,9	157,7
Depreciación:			
Depreciación acumulada al 1 de abril de 2000	28,3	28,8	57,1
Provisión para depreciación correspondiente al ejercicio actual	2,2	5,9	8,1
Cierres y salidas		(18,6)	(18,6)
Ajustes cambiarios	(1,0)	(1,1)	(2,1)
Depreciación acumulada al 31 de marzo de 2001	29,5	15,0	44,5
Valor contable neto al 31 de marzo de 2001	96,3	16,9	113,2

El costo de los terrenos del Banco era de 22,9 millones FO al 31 de marzo de 2001 (2000: 23,8 millones FO).

7. Capital

El capital del Banco está integrado por:	2000	2001
Capital autorizado:		
600 000 acciones,		
de 2 500 francos oro cada una	1 500,0	1 500,0
Capital emitido: 529 165 acciones	1 322,9	1 322,9
25% desembolsado	330,7	330,7

- (a) La Asamblea General Extraordinaria del 8 de enero de 2001 modificó los Estatutos del Banco para limitar el derecho a poseer acciones en el BPI exclusivamente a los bancos centrales, efectuando así una recompra obligatoria de 72 648 acciones de las emisiones estadounidense, belga y francesa en manos de particulares (es decir, poseedores que no son bancos centrales) a cambio de una indemnización de 16 000 francos suizos por acción. Por lo que se refiere a las acciones de estas emisiones que poseen los bancos centrales distintos de los tres países de emisión, el Banco compró al mismo precio 2 304 acciones, 500 de las cuales se recompraron después del 31 de marzo de 2001. El Consejo redistribuirá en su momento estas acciones entre los bancos centrales miembros de la manera que estime oportuna. Los derechos de voto que confieren estas acciones no resultarán afectados; continuarán correspondiendo a los bancos centrales estadounidense, belga y francés, respectivamente.
- (b) El costo de la recompra del total de 74 952 antes mencionado, que asciende a 384 millones FO, aparece en el balance como un pasivo negativo en la rúbrica "Acciones propias".
- (c) El número de acciones que dan derecho al pago de un dividendo para el ejercicio 2000/01 se obtiene de la siguiente manera:

Capital emitido	529 165
A deducir: acciones propias	
Procedentes de accionistas privados	
y de bancos centrales	74 952
Otras	2 100
Número total de acciones que dan derecho a dividendo	<u>452 113</u>

8. Reservas

Las reservas del Banco están integradas por:	2000	2001
Fondo de reserva legal	33.1	33.1
Fondo de reserva general	1 259.1	1 303.7
Fondo de reserva especial para dividendos	68.5	71.5
Fondo de reserva libre	<u>1 550.9</u>	<u>1 726.4</u>
	<u>2 911.6</u>	<u>3 134.7</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".

9. 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:

	2000	2001
Bancos centrales		
A la vista	3 351.8	2 293.7
A tres meses como máximo	50 119.9	27 176.4
A más de tres meses	7 195.8	35 216.9
Otros depositantes		
A la vista	71.4	396.8
A tres meses como máximo	5 164.8	1 027.7
A más de tres meses	0.0	1 163.3
	<u>65 903.7</u>	<u>67 274.8</u>

10. 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 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

	2000	2001
Contratos relacionados con tipos de cambio:		
<i>Swaps</i> y contratos de divisas a plazo	9 291.3	11 542.4
<i>Swaps</i> de divisas	2 259.3	1 776.1
Contratos relacionados con tipos de interés:		
<i>Swaps</i> de tipos de interés	9 842.5	41 012.6
Contratos y futuros relacionados con tipos a plazo	15 629.6	21 864.3

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 bruto de reposición de la totalidad de los contratos en que se aprecian beneficios a los precios vigentes en el mercado, al 31 de marzo de 2001, era de 1 476,1 millones FO (2000: 354,4 millones FO).

(b) *Transacciones fiduciarias*

Las transacciones fiduciarias no se incluyen en el balance, dado que, aunque el Banco las efectúa en nombre propio, se hacen por cuenta y riesgo de los clientes del Banco.

	2000	2001
Valor nominal de los títulos mantenidos en custodia	7 093.0	8 400.5
Oro en consignación	666.1	700.3

(c) *Plan de pensiones y plan de ahorro del personal*

El banco tiene un plan de pensiones y un plan de ahorro. Los dos fondos son similares a los fondos fiduciarios y no tienen personalidad jurídica independiente. Sus activos son administrados por el Banco en beneficio exclusivo de los miembros actuales y antiguos del personal que participan 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 proporción de las aportaciones a los fondos realizadas por el Banco se incluye mensualmente en sus gastos de administración.

Al 31 de marzo de 2001, el valor de mercado de los activos netos del fondo de pensiones era de 256,3 millones FO (2000: 266,7 millones FO), lo que representa un coeficiente de cobertura del 117% (2000: 125%) en comparación con el valor actuarial anual más reciente del pasivo del fondo al 30 de septiembre de 2000. El valor de mercado de los activos netos del fondo de ahorro era de 23,8 millones FO al 31 de marzo de 2001 (2000: 23,8 millones FO), lo que representa un coeficiente de cobertura del 102% (2000: 105%) en comparación con el pasivo del plan en esa fecha. Si el coeficiente no hubiera variado al 30 de septiembre de 2001, fecha en que termina el ejercicio financiero del fondo de ahorro, el Banco tendría que hacer una aportación adicional al fondo de ahorro de 0,7 millones FO. Las cuentas anuales más recientes de los fondos de pensiones y de ahorro se refieren al ejercicio que terminó el 30 de septiembre de 2000.

11. Pasivos contingentes

Algunos antiguos accionistas privados han manifestado su insatisfacción respecto de la cuantía de la indemnización que les paga el Banco en relación con la recompra obligatoria de las acciones que no están en manos de los bancos centrales. Se han emprendido acciones independientes en los Tribunales Federales de Estados Unidos y se ha iniciado un proceso ante el Tribunal Arbitral de La Haya. El Banco ha declarado que si el Tribunal Arbitral decidiera elevar la indemnización, este aumento se aplicaría a todas las acciones recompradas.

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 les 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 que se describen en las notas del epígrafe "Directrices contables adoptadas". Nuestra responsabilidad es, de conformidad con los Estatutos del Banco, expresar una opinión independiente sobre los mismos, basada en nuestra auditoría y comunicársela a ustedes.

Nuestra auditoría abarcó el examen, basado en un muestreo representativo, de los justificantes de las cifras del balance de situación y de la cuenta de pérdidas y ganancias y otros datos relacionados 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 y 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 notas que les acompañan, han sido debidamente elaborados y reflejan de manera fiel la situación financiera del Banco de Pagos Internacionales al 31 de marzo de 2001 así como los resultados de sus operaciones durante el ejercicio cerrado a esa fecha, y resultan conformes, por consiguiente, con los Estatutos del Banco.

PricewaterhouseCoopers AG.

Ralph R. Reinertsen

Anthony W. Travis

Basilea, 2 de mayo de 2001

Resumen quinquenal del balance de situación

(en millones de francos oro)

Ejercicio financiero cerrado al 31 de marzo	1997	1998	1999	2000	2001
Oro					
<i>En lingotes</i>	3 547,3	3 037,1	2 801,5	2 265,4	2 195,3
<i>Depósitos a plazo y anticipos</i>	956,7	1 122,4	1 077,2	1 240,4	1 325,8
	4 504,0	4 159,5	3 878,7	3 505,8	3 521,1
Efectivo en caja y cuentas bancarias a la vista	384,4	7,8	8,3	11,4	20,3
Letras del Tesoro	2 813,4	1 863,9	7 314,0	7 853,9	4 597,8
Depósitos a plazo y anticipos en divisas	42 355,1	34 862,2	32 423,0	41 853,9	44 796,4
Títulos adquiridos con pacto de reventa	884,2	2 781,0	276,0	1 268,1	3 882,0
Títulos del Estado y otros valores a plazo	15 651,1	18 517,1	22 167,9	20 139,9	18 339,5
Terrenos, edificios y equipamiento	–	–	124,7	120,7	113,2
Activos varios	200,8	258,7	44,5	82,0	783,7
Total del activo	66 793,0	62 450,2	66 237,1	74 835,7	76 054,0
Capital desembolsado	323,2	323,2	323,2	330,7	330,7
Reservas (después de la asignación de beneficios netos del ejercicio)					
<i>Fondo de reserva legal</i>	32,3	32,3	32,3	33,1	33,1
<i>Fondo de reserva general</i>	974,9	1 016,3	1 156,4	1 259,1	1 303,7
<i>Fondo de reserva especial para dividendos</i>	59,5	62,5	65,5	68,5	71,5
<i>Fondo de reserva libre</i>	995,1	1 157,4	1 351,4	1 550,9	1 726,4
	2 061,8	2 268,5	2 605,6	2 911,6	3 134,7
Acciones propias					(384,0)
Cuenta de diferencia de valoración	351,1	247,2	265,4	191,9	56,0
Depósitos					
<i>Oro</i>	3 836,4	3 473,7	3 192,6	2 820,2	2 842,3
<i>Monedas</i>	57 585,6	54 023,6	57 705,8	65 903,7	67 274,8
	61 422,0	57 497,3	60 898,4	68 723,9	70 117,1
Títulos vendidos con pacto de recompra	674,8	30,7	121,5	103,0	990,6
Plan de pensiones del personal	252,6	257,0	–	–	–
Pasivos varios	1 658,7	1 773,7	1 965,6	2 519,9	1 760,3
Dividendo	48,8	52,6	57,4	54,7	48,6
Total del pasivo	66 793,0	62 450,2	66 237,1	74 835,7	76 054,0

Resumen quinquenal de la cuenta de pérdidas y ganancias

(en millones de francos oro)

Ejercicio financiero cerrado al 31 de marzo	1997	1998	1999	2000	2001
Intereses netos y otros ingresos de explotación	263,8	314,9	370,4	376,6	338,7
A deducir: gastos de administración					
<i>Consejo de Administración</i>	1,3	1,3	1,3	1,2	1,1
<i>Dirección y personal</i>	42,9	39,4	40,9	40,6	39,3
<i>Gastos de oficina y diversos</i>	16,3	15,0	18,6	19,4	18,5
Gastos de administración antes de la depreciación	60,5	55,7	60,8	61,2	58,9
<i>Depreciación</i>	–	–	6,0	7,6	8,1
	60,5	55,7	66,8	68,8	67,0
Excedente neto de explotación	203,3	259,2	303,6	307,8	271,7
A deducir: transferencias					
<i>a la provisión para gastos extraordinarios de administración</i>	3,0	–	–	–	–
<i>a la provisión para modernización de locales y renovación de equipamiento</i>	6,0	–	–	–	–
	9,0	–	–	–	–
Beneficios netos del ejercicio financiero	194,3	259,2	303,6	307,8	271,7
Dividendo	48,8	52,6	57,4	54,7	48,6
	145,5	206,6	246,2	253,1	223,1
Transferencia al fondo de reserva general	41,0	41,3	49,2	50,6	44,6
	104,5	165,3	197,0	202,5	178,5
Transferencia al fondo de reserva especial para dividendos	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
	101,5	162,3	194,0	199,5	175,5
Transferencia al fondo de reserva libre	101,5	162,3	194,0	199,5	175,5
	–	–	–	–	–

Consejo de Administración

Urban Bäckström, Estocolmo

Presidente del Consejo de Administración

Presidente del Banco

Lord Kingsdown, Londres

Vicepresidente

Vincenzo Desario, Roma

David Dodge, Ottawa

Antonio Fazio, Roma

Sir Edward George, Londres

Alan Greenspan, Washington

Hervé Hannoun, París

Masaru Hayami, Tokio

William J. McDonough, Nueva York

Guy Quaden, Bruselas

Jean-Pierre Roth, Zúrich

Hans Tietmeyer, Fráncfort del Meno

Jean-Claude Trichet, París

Alfons Verplaetse, Bruselas

Nout H. E. M. Wellink, Amsterdam

Ernst Welteke, Fráncfort del Meno

Suplentes

Bruno Bianchi o Stefano Lo Faso, Roma

Roger W. Ferguson o Karen H. Johnson, Washington

Jean-Pierre Patat o Marc-Olivier Strauss-Kahn, París

Ian Plenderleith o Clifford Smout, Londres

Peter Praet o Jan Smets, Bruselas

Jürgen Stark o Stefan Schönberg, Fráncfort del Meno

Subcomités del Consejo de Administración

Comité Consultivo

Comité de Auditoría

presididos por Lord Kingsdown, Londres

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
Renato Filosa	Director Departamento Monetario y Económico
Mario Giovanoli	Asesor General, Director
Günter Pleines	Subjefe del Departamento Bancario
Peter Dittus	Secretario General Adjunto
Josef Tošovský	Presidente, Instituto para la Estabilidad Financiera

