

I. Introducción: capacidad de recuperación inesperada ante acontecimientos inesperados

Durante el último año, la economía mundial y el sistema financiero han mostrado una gran capacidad de recuperación frente a las sucesivas perturbaciones. Considerados estos acontecimientos de forma aislada, la continua corrección de los mercados bursátiles, los atentados del 11 de septiembre, la guerra contra el terrorismo, la quiebra de Enron, el fracaso de la caja de convertibilidad en Argentina y el conflicto en Oriente Medio, cada uno de ellos podría haber tenido efectos colaterales negativos para la situación económica. Considerados como un todo, su impacto conjunto podría haber sido mucho más serio, ya que con frecuencia, los resultados de un todo son mucho mayores que los de la suma de sus partes. Asimismo, estos acontecimientos se sumaron a la contracción económica mundial que, durante algún tiempo, amenazó con hacerse más profunda.

Frente a lo que hubiera cabido esperar, el sistema económico en su conjunto soportó extremadamente bien la evolución de la situación. Lejos de seguir contrayéndose, la economía mundial podría haber comenzado una nueva expansión, encabezada una vez más por Estados Unidos, a pesar de los numerosos desequilibrios percibidos. El sector financiero ha reaccionado frente a estos recientes acontecimientos con gran flexibilidad. Los sistemas de liquidación y pagos respondieron correctamente, incluso en circunstancias tan extremas como el atentado terrorista en el propio centro financiero de Nueva York. En líneas generales, el crédito también ha seguido fluyendo sin restricciones, si bien se ha encarecido para aquellos prestatarios cuya calidad crediticia se considera ahora más reducida. Entre las posibles explicaciones de este comportamiento positivo habría que incluir, sin duda alguna, el apoyo de las políticas macroeconómicas y, en especial, de la política monetaria. Pero también hay que reconocer la posibilidad de que años de esfuerzo dedicados al estímulo de la estabilidad financiera hayan comenzado, por fin, a dar sus frutos. En concreto, la infraestructura que cimienta el sistema financiero internacional, así como los correspondientes planes de continuidad y respaldo, mejoraron enormemente tras la atención recibida antes del cambio de milenio.

A pesar de esta evolución tan positiva que se espera continúe, sería prematuro concluir que ahora todo debería ir bien. Puede que lleguen a concretarse algunas de las preocupaciones mencionadas, y ciertas perturbaciones del último año podrían acarrear consecuencias duraderas. Un efecto que ha quedado muy claro ha sido la profunda erosión de la sensación de confianza tanto en la información de los mercados como en la población, que es la base fundamental para una economía en perfecto funcionamiento. En el caso Enron, quedó claro que las cifras de beneficios y deuda no eran en

absoluto lo que parecían, lo que provocó una creciente desconfianza, no sólo en la contabilidad creativa de otras empresas, sino incluso en varias de las propias convenciones contables. Estas sospechas ya han repercutido seriamente en los precios de las acciones de algunas empresas, pero podrían llegar a afectar incluso más a la valoración general del mercado. Además, lo sucedido en el caso Enron ha puesto seriamente en tela de juicio la competencia profesional e incluso la conducta ética de muchas personas que ostentan cargos de gran responsabilidad. No fue uno, sino varios, los niveles de supervisión que fallaron, tanto en sus aspectos internos como externos. Los conflictos de intereses estuvieron presentes en cada instancia, aunque el hilo conductor común fue la tan humana reticencia a plantear las preguntas pertinentes cuando se goza de una buena situación.

En el caso de Japón, las dudas se han centrado en la precisión de las actuales estimaciones del volumen de préstamos bancarios en mora, así como en la fiabilidad de los precios de mercado sometidos a diversas intervenciones por parte del Estado. La sensación de confianza también se ha visto muy dañada en Argentina, no sólo por la depreciación y el consiguiente impago de la deuda soberana, sino también por la forma concreta en la que se hizo frente a estos acontecimientos. Las modificaciones legislativas introducidas por el gobierno argentino, que fueron claramente discriminatorias para los acreedores, pusieron en entredicho la propia aplicación de las normas del estado de derecho. A la luz de todos estos acontecimientos, tendrá que pasar cierto tiempo antes de que pueda restablecerse un adecuado nivel de confianza.

A pesar de todo, comienzan a atisbarse rayos de luz tras la tormenta económica del pasado año. Paradójicamente, el caso Enron ha servido para poner fin al exceso de confianza de los últimos años. El caso argentino también nos ofrece una útil lección sobre el tremendo coste que conlleva no aplicar las medidas necesarias de política económica. Por último, cabe destacar que se permitió que se produjeran el caso Enron y el impago de la deuda de Argentina sin la masiva intervención del sector público observada con frecuencia en el pasado. Debería haber quedado claro que ante circunstancias adversas, la solución ya no consiste en elegir entre el rescate o el proceso de resolución, sino que consiste más bien en decidir entre un proceso de resolución ordenado o desordenado. En cuanto a las crisis soberanas, este dilema posiblemente ha progresado más en el transcurso de los doce últimos meses que durante los últimos cinco años.

Un año contractivo para la economía mundial

El reciente ciclo económico ha sido distinto a los anteriores por varios motivos. En algunas economías industrializadas, especialmente en Estados Unidos, la fase expansiva se cimentaba en los datos que confirmaban la idea de una "nueva era" de mayor crecimiento de la productividad con incrementos de los beneficios. El crecimiento del crédito, los precios de los activos y la inversión en bienes de capital aumentaron con rapidez, sobre todo en sectores que se consideraban más tendentes a aprovechar los recientes

avances tecnológicos. Cuando se produjo la fase contractiva del ciclo, fue muy curioso que su principal desencadenante no fuera el tradicional endurecimiento de la política monetaria para contener las crecientes presiones inflacionarias, sino que tuvo su origen en la brusca caída de los beneficios empresariales en Estados Unidos, debido a la limitada capacidad de fijación de precios y a aumentos en la remuneración de los trabajadores. De hecho, el sector familias terminó apropiándose de las ganancias reales de productividad. Frente a estas circunstancias, el sector empresarial de las economías industrializadas tras encajar un revés adicional provocado por la subida de los precios de la energía, decidió, de forma masiva, liquidar sus existencias y recortar la inversión en bienes de capital durante el año 2001.

No obstante, la contracción económica se vio atenuada por la extraordinaria capacidad de reacción del gasto en bienes de consumo, lo que resulta destacable ya que, a escala internacional, había aumentado el grado de exposición de los consumidores a los riesgos derivados de una contracción del sector empresarial. Asimismo, se ha producido una importante expansión de las carteras de activos financieros en manos de las familias, especialmente los adquiridos a través de contribuciones a planes de pensiones de prestaciones definidas, que han perdido buena parte de su valor desde la primavera de 2000. Además, en muchos países se han empezado a utilizar contratos laborales que facilitan el despido de trabajadores y reducen la remuneración durante las desaceleraciones económicas. Estas influencias de naturaleza contractiva pueden haberse visto contrarrestadas por las continuas subidas de los precios de la vivienda en muchos países, así como por el hecho de que los precios de muchos activos financieros se mantengan en niveles muy superiores a los existentes hace cinco o diez años.

Algunos analistas han interpretado la contracción sincrónica de la economía mundial y su aparente recuperación conjunta como muestras de una mayor globalización. En un ciclo impulsado por los beneficios, podría incluso esperarse que Europa y Norteamérica se movieran más en paralelo, teniendo en cuenta sobre todo la cantidad de fusiones y adquisiciones transatlánticas de la última década. Además, como se señaló anteriormente, las perturbaciones generalizadas han sido un elemento crucial de los acontecimientos recientes en los países industrializados. No obstante, antes de aseverar que el mundo ha experimentado un cambio profundo, no hay que olvidar que los ciclos sincronizados también fueron muy corrientes en la década de los 70 y 80. Asimismo, la prolongada recesión que sufre Japón podría parecer momentáneamente una fluctuación sincrónica a la baja, pero, aunque otras economías también se han contraído, lo han hecho por razones completamente distintas.

Las mismas fuerzas contractivas que afectaron a los países industrializados pueden explicar en buena medida la evolución económica de los mercados emergentes, aunque la magnitud del impacto varió de forma significativa. El efecto negativo sobre Asia oriental fue especialmente palpable, dado el elevado peso que tiene en muchos de estos países la exportación de productos relacionados con la tecnología de la información (TI). Las economías de América Latina, con la notable excepción de México,

son más cerradas, por lo que se vieron menos afectadas por las influencias del exterior. Muchos países de Europa central se mostraron casi inmunes a la desaceleración. El crecimiento en Rusia fue, de hecho, mayor de lo esperado gracias a las reformas estructurales y a los continuos y elevados ingresos procedentes del petróleo.

Al mismo tiempo, la evolución de los mercados emergentes presenta grandes rasgos idiosincrásicos, tanto positivos como negativos. Entre los primeros están, sin duda, el rápido crecimiento sostenido de China y la expansión —más lenta pero sustancial— de India. Incluso en Indonesia se observaron durante el pasado año muestras de recuperación económica. Estos resultados positivos se tradujeron en beneficios tangibles para un gran número de personas, muchas de ellas todavía en situación de extrema pobreza. En el extremo opuesto se situaron las crisis económicas que afectaron a Turquía y Argentina, que tuvieron costes muy elevados y presentaron, al mismo tiempo, diferencias y similitudes importantes.

Tanto en Argentina como en Turquía, el problema fundamental, que ya venía de lejos, fueron las cuentas públicas del gobierno. Además, en ambos casos, la interacción entre un régimen de tipo de cambio excesivamente rígido y un sistema bancario vulnerable a las modificaciones del tipo de cambio provocaron una crisis de confianza que condujo a una fuga de capitales, tanto nacionales como extranjeros. En el caso de Turquía, se acordó rápidamente con el FMI un marco de política económica aceptable de corte tradicional. Sin embargo, el caso de Argentina resultó ser mucho más inextricable, dado el alto grado de dolarización de la economía, el volumen de la deuda impagada y los conflictos entre las diversas estructuras del gobierno argentino. La forma errática y perturbadora con la que el gobierno intervino después en el sistema bancario —en su mayoría de propiedad extranjera—, llevó al sistema de pagos y a la economía en su conjunto al borde del desastre.

Capacidad de reacción del sector financiero frente a las perturbaciones

Con estos dramáticos acontecimientos como telón de fondo, apenas sorprende que la economía mundial experimentase una desaceleración cíclica en 2001. No obstante, el panorama a finales del primer semestre de 2002 era el de una contracción relativamente moderada y el de una incipiente recuperación mundial generalizada. Estos indicios son más contundentes en Norteamérica, pero también son patentes en Asia oriental y en Europa, y han venido acompañados de una revisión al alza de las previsiones consensuadas. Aunque las fluctuaciones de las existencias (especialmente en el sector de la TI) han sido determinantes tanto en la fase contractiva como en la expansiva, los primeros indicios apuntan a una recuperación de la demanda final, acompañada de un aumento de la productividad y los beneficios. También es de destacar el escaso contagio de las crisis turca y argentina a otras economías de mercado emergentes. A continuación, se ofrecen algunas explicaciones para

este fenómeno y para otros acontecimientos positivos ocurridos durante el periodo analizado.

La positiva evolución económica se ha debido en parte a la capacidad de recuperación que ha demostrado el sistema financiero internacional. En primer lugar, la infraestructura del sistema dejó clara su fortaleza, a pesar de que los acontecimientos del 11 de septiembre afectaron durante aproximadamente una semana a los mercados estadounidenses de acciones, renta fija y operaciones con pacto de recompra (*repos*). El sistema internacional siguió funcionando eficazmente, incluso en el mismo momento en que se estaba alterando de forma considerable uno de los principales centros financieros internacionales. Asimismo, después de la quiebra de Enron (uno de los mayores operadores energéticos del mundo) el mercado de la energía continuó funcionando con normalidad. A pesar de todos los excepcionales acontecimientos antes mencionados, quedó demostrada la integridad jurídica de toda una miríada de nuevos instrumentos financieros, como las sociedades de gestión especializadas y los mecanismos de transferencia del riesgo crediticio.

La reacción de cada mercado financiero también fue congruente con una evaluación sensata de las nuevas circunstancias. No se produjo la huida hacia la liquidez que tuvo lugar en 1998 tras las crisis rusa y del *Long-Term Capital Management (LTCM)*. Los principales mercados bursátiles de Norteamérica y Europa continuaron su prolongada caída hasta el otoño del pasado año, aunque poco después del desplome provocado por el 11 de septiembre, las perspectivas económicas más halagüeñas impulsaron de nuevo las cotizaciones al alza. Además, esta subida se prolongó incluso en 2002, hasta que terminó perdiendo fuerza, desde unos niveles históricamente elevados, debido a las nuevas informaciones sobre el caso Enron y a las noticias cada vez más desalentadoras sobre los beneficios empresariales. La mayoría del resto de los mercados a ambos lados del Atlántico siguió movimientos similares, cayendo primero, subiendo después y, por último, volviendo a caer a medida que oscilaba el optimismo sobre la economía de Estados Unidos, al tiempo que las divergentes perspectivas de las economías europeas pasaban en buena medida desapercibidas. En cualquier caso, el efecto general fue la caída de los costes nominales de endeudamiento en los mercados de bonos de empresa a mínimos históricos durante el pasado mes de septiembre. Desde entonces apenas han variado.

Los síntomas de tensión se notaron más en otros mercados. El más afectado fue el mercado de efectos comerciales de Estados Unidos, donde se congeló la concesión de créditos a los prestatarios de menor calidad, mientras que a otros deudores se les reclamaron tipos de interés más elevados. La caída del pasado año en el volumen de efectos comerciales no financieros vigentes ha sido la más importante de las registradas hasta la fecha. Aun así, muchas empresas pudieron recurrir a acuerdos previamente negociados con sus bancos, a pesar de que éstos se fueron inquietando a la vista de las pérdidas que ya venían experimentando en la cartera crediticia durante la contracción. Sin embargo, el mercado de bonos de empresa estuvo más dispuesto a suministrar fondos, y sus emisiones alcanzaron niveles históricos.

Estas emisiones de bonos con vencimientos largos, si bien son más caras que las de efectos a plazos más cortos, deberían contribuir a mitigar los problemas de liquidez de las empresas durante algún tiempo.

Otras dos características de los recientes acontecimientos subrayan también la capacidad de reacción del sistema financiero internacional. La primera de ellas fue el grado en que los consumidores de muchos países industrializados accedieron más fácilmente a los créditos al consumo e hipotecarios para saldar las deudas más onerosas y para aumentar su gasto en bienes de consumo. Aunque de forma bastante menos extendida, un fenómeno similar ha ocurrido en una serie de grandes economías de mercado emergentes, entre las que se incluyen China, Corea, India y México. En países con tasas de ahorro interno inicialmente bajas, estos fenómenos debían financiarse, al menos parcialmente, mediante flujos procedentes del exterior. En concreto, las agencias hipotecarias patrocinadas por el gobierno de Estados Unidos tuvieron un enorme éxito en la venta directa de bonos a extranjeros.

El segundo aspecto significativo de los recientes acontecimientos financieros también estuvo relacionado con los flujos internacionales de capital. En un contexto mundial en el que aumenta la aversión al riesgo de los inversionistas, los países con déficit por cuenta corriente podrían haberse encontrado repentinamente con dificultades para obtener financiación externa. Sin embargo, en la práctica, estas dificultades no se han materializado. Entre los países industrializados, Estados Unidos ha seguido obteniendo con facilidad la financiación externa que necesitaba, y lo mismo ha ocurrido, en líneas generales, con las economías de mercado emergentes. De hecho, los bancos redujeron aun más sus préstamos transfronterizos. Sin embargo, durante mucho tiempo, los bancos activos en la escena internacional han tendido a confiar cada vez más en la presencia y en la financiación internas para conceder créditos en los mercados emergentes. Por el contrario, la mayoría de los prestatarios en busca de financiación a través de bonos en los mercados internacionales ha seguido encontrando el camino expedito. Durante el periodo analizado, los diferenciales de la deuda soberana para países como Corea y México se han reducido, al confiarse en la solidez de sus políticas, aunque también ha ocurrido lo contrario (y a veces incluso de forma espectacular) en países como Turquía, Argentina y Venezuela. Además, la inversión extranjera directa continuó fluyendo con preferencia hacia determinados países, en concreto Brasil, China y México, mientras que los precios de las acciones también subieron en varias economías de mercado emergentes. En suma, los resultados fueron afortunadamente muy distintos del contagio indiscriminado que algunos temieron que hubiera podido provocar las crisis de Turquía y Argentina.

Factores que explican la capacidad de recuperación de la economía mundial

¿A qué se ha debido la gran capacidad de recuperación de la economía mundial y del sistema financiero internacional? Las iniciativas de política

económica pueden ser hasta cierto punto una respuesta. Está claro que las políticas macroeconómicas expansivas ayudaron a sostener la demanda agregada. También pudiera argumentarse que las medidas adoptadas en los últimos años para fomentar la estabilidad financiera podrían haber comenzado a demostrar su eficacia. Incluso se podría llegar a afirmar que muchos países han introducido medidas en los últimos años para liberalizar sus mercados de trabajo y de productos, y elevar su productividad. Siempre se ha confiado en que las ventajas de estas medidas incluirían un crecimiento más estable, así como una tasa media de crecimiento más elevada.

La medida más clara de política económica fue la significativa relajación monetaria en casi todo el mundo. Aunque algunos analistas veían con preocupación los posibles efectos retardados de las subidas anteriores del precio del petróleo, la opinión generalizada era que las presiones inflacionarias subyacentes estaban contenidas. Esta circunstancia proporcionó un gran margen de maniobra para las autoridades monetarias, que muchas utilizaron de forma agresiva.

Si hay un país donde este fenómeno quedó puesto de relieve fue Estados Unidos, donde el tipo de interés oficial se redujo drásticamente y en varias ocasiones durante 2001, manteniéndose en un mínimo histórico desde entonces. Un factor condicionante puede haber sido la idea de que algunos de los canales tradicionales de transmisión de la política monetaria no estaban funcionando como se esperaba. A medida que se reducían los tipos a corto plazo, los tipos a largo plazo fueron cayendo para luego aumentar, y el tipo de cambio efectivo del dólar también se apreció. Los precios de las acciones siguieron debilitándose, aunque probablemente con más lentitud de lo que habría sucedido si la política monetaria no se hubiera relajado. Aun reconociendo que algunas de estas variables recogían el optimismo con que el mercado contemplaba el futuro, la Reserva Federal entendió que tenía motivos para aplicar una política agresiva. Un segundo factor condicionante pueden haber sido las lecciones que se desprenden de la experiencia japonesa, donde los precios a la baja y los tipos de interés nominales situados prácticamente en su límite inferior cero, dan lugar a aumentos acumulados de los tipos reales y de la deflación de la deuda. Una serie de respuestas monetarias menos corrientes, como los aumentos constantes de reservas bancarias, ha fracasado hasta ahora en su intento de dar un giro a la economía japonesa.

El BCE también redujo su tipo de interés oficial para responder a la situación económica. No obstante, la reducción absoluta vino moderada por una tasa de inflación que se mantuvo pertinazmente por encima del objetivo. Además, durante la mayor parte de 2001, la desaceleración del crecimiento fue mucho más leve en la zona del euro que en Estados Unidos. La situación fue similar en la mayoría de los países industrializados con objetivos de inflación explícitos, así como en muchas economías emergentes, en las que la expansión de regímenes de tipo de cambio flexible (aunque muy intervenidos en algunos casos) proporcionó un nuevo canal de transmisión para la eficacia de la política monetaria. Por supuesto, el grado en que se pudo aprovechar esta nueva libertad dependió en gran medida de la credibilidad de los

regímenes políticos de cada país. En términos generales, los bancos centrales de Asia se encontraban menos limitados que los de América Latina, como ha sido habitual a lo largo de su historia.

Las políticas fiscales expansivas también ayudaron a sostener la economía mundial. En general, los países con un mejor historial presupuestario tuvieron mayor margen de maniobra, mientras que aquéllos con un historial de acumulación de deuda menos satisfactorio se tuvieron que conformar con un margen más estrecho. La gama de políticas adoptadas abarcó desde un aumento significativo del déficit estructural en Estados Unidos, hasta una restricción enérgica en el caso de Japón. Los países de la zona del euro se sintieron capaces de aumentar la flexibilidad otorgada por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento mediante rebajas impositivas, sin poner en peligro su compromiso con una política fiscal, en líneas generales neutral a largo plazo. También en los mercados emergentes se articularon políticas fiscales de signo muy diverso. Mientras que muchos gobiernos asiáticos relajaron de forma significativa sus políticas fiscales, varios países de América Latina se vieron afectados por las presiones sobre el tipo de cambio o legislaciones dirigidas a garantizar la responsabilidad fiscal tras años de laxitud. Por ejemplo, México, a pesar de verse muy afectado por la debilidad de la economía de Estados Unidos, tuvo que reducir el gasto público para contrarrestar una caída de su recaudación impositiva motivada por los menores precios del petróleo en 2001.

¿Por qué fue tan eficaz la respuesta de los mercados financieros durante el periodo analizado? Los bajos tipos oficiales tuvieron mucho que ver sin duda alguna. Además, los mercados financieros de muchos países son ahora más variados y flexibles gracias a los procesos de desregulación que se han ido acometiendo durante muchos años. Las empresas, sobre todo en Norteamérica y Europa, pudieron acceder a fuentes de financiación alternativas cuando sus recursos iniciales se agotaron en el transcurso del pasado año. En muchos países, los hogares también pudieron modificar la senda temporal de su consumo a lo largo del ciclo, mediante el acceso a nuevos mercados de financiación. Esta circunstancia fue, en parte, una consecuencia positiva del aumento de los precios de la vivienda y de la mayor disponibilidad de garantías, aunque también fue el reflejo de la creciente capacidad de las instituciones financieras para utilizar instrumentos de transferencia de riesgos con los que minimizar las posibles repercusiones que podrían tener estos nuevos créditos. Además, los mercados de derivados y, en particular, los nuevos mercados de rápida expansión para la transferencia del riesgo de crédito, también permitieron a muchos agentes económicos compartir el impacto de las distintas perturbaciones que les acababan de afectar.

En líneas más generales, las necesidades de financiación en el pasado reciente se han ido satisfaciendo más a través de los mercados que a través de los intermediarios financieros, como los bancos. Este hecho ha reducido las probabilidades de que las perturbaciones económicas provoquen daños colaterales a través de su impacto en el sistema de pagos, si bien parece evidente que esta posibilidad no se puede descartar completamente. No hay

duda de que los atentados terroristas del 11 de septiembre podrían haber provocado una disfunción absoluta de los mercados si la Reserva Federal —y, en menor medida, otros bancos centrales— no hubieran intervenido mediante cuantiosas inyecciones de liquidez para garantizar los pagos.

Una cuestión estrechamente relacionada radica en los motivos por los que las crisis turca y argentina ocasionaron tan poco contagio en los mercados. Seguramente, la principal razón fue la adopción generalizada de regímenes de tipo de cambio flexible. Además, ambas crisis han acontecido durante un periodo bastante prolongado, lo que ha permitido a los inversionistas en mercados emergentes reasignar sus fondos de forma relativamente ordenada. También es posible que, tras las crisis anteriores, el volumen de inversiones con un alto grado de apalancamiento en las economías de mercado emergentes haya sido bastante inferior a lo habitual, lo que puede estar relacionado con la pérdida de importancia, en los últimos años, de los fondos de cobertura con estrategias de inversión basadas en indicadores macroeconómicos fundamentales. Sin embargo, otro factor importante puede haber sido la creciente capacidad de los inversionistas para distinguir entre créditos buenos y malos, y para asignar sus fondos de la forma más eficiente.

Esta mayor capacidad para distinguir entre prestatarios refleja otro cambio fundamental de las instituciones financieras en los últimos años, que ha mejorado por ende el funcionamiento de los mercados. Estas instituciones podrían haber pasado a tener mucha mayor consciencia del riesgo, sobre todo con respecto a los peligros derivados de la concesión de préstamos al sector inmobiliario de uso comercial. Las entidades financieras han desarrollado nuevos métodos de medición del riesgo más eficaces, y han progresado significativamente en la aplicación de sistemas de gestión del riesgo. En países donde la valoración del riesgo se estaba realizando desde hacía tiempo de forma más precisa, sus balances se encontraban en una situación considerablemente más favorable para resistir a la desaceleración económica.

Parte del mérito de este cambio en la cultura del riesgo debe atribuirse al Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, y a los esfuerzos adicionales de sus comités homólogos en los sectores de seguros y valores. Aunque los Principios Básicos para una Supervisión Bancaria Eficaz continuarán siendo analizados y revisados, y el Nuevo Acuerdo de Capital de Basilea no está aún finalizado, el proceso interactivo para desarrollar ambas normas ya ha sido de gran ayuda. No menos valiosa ha resultado la participación activa del FMI y del Grupo del Banco Mundial para evaluar la aplicación de dichas normas en mercados emergentes y para asesorar a los gobiernos de estos países sobre la introducción de mejoras pertinentes. También se han llevado a cabo medidas complementarias para fortalecer el funcionamiento e infraestructura de los mercados. No obstante, aún es preciso realizar enormes esfuerzos adicionales para atajar las vulnerabilidades financieras que existen todavía, asunto del que se ocupará la Conclusión de este Informe.

Durante el pasado año, también se exploraron otras vías para mejorar la cooperación entre los responsables de la estabilidad financiera, tanto en el

ámbito nacional como en el internacional. Los Gobernadores de los bancos centrales del G-10 y sus homólogos de supervisión fuera de los bancos centrales han empezado a colaborar con mayor regularidad. Se espera que estas reuniones ayuden a mejorar el entendimiento mutuo de las ventajas que ofrece centrar la atención, no sólo en la fortaleza de cada una de las instituciones por separado, sino también en el grado de exposición del conjunto del sistema a perturbaciones comunes. Estos debates también son un complemento útil a los celebrados en el Foro sobre la Estabilidad Financiera, que ha establecido una red internacional todavía más amplia de autoridades responsables de estas cuestiones. El FEF también comenzó el pasado año a organizar encuentros de ámbito regional, con el objetivo primordial de compartir opiniones sobre las vulnerabilidades financieras y discutir cómo la adopción de normas financieras internacionales podría ayudar a mitigarlas. Una idea fundamental que subyace en el trabajo del Foro son las enormes ventajas que cada economía podría obtener de unos sistemas financieros nacionales eficientes y estables, ya que se considera que este interés propio (y no tanto la necesidad de contribuir a un esfuerzo internacional vagamente definido) es la motivación primordial para acometer una reforma financiera interna. No obstante, el Foro también está trabajando para hacer que el mercado comprenda mejor la importancia de estas normas, a fin de que, con el tiempo, se recompense cada vez más a quienes las cumplan y se penalice a los que las incumplan.

Por último, y por muy paradójico que pueda parecer, dados los acontecimientos en Argentina, el pasado año se avanzó en la puesta en marcha de procedimientos más ordenados para la resolución de las crisis soberanas de liquidez. De hecho, el caos de Argentina puede muy bien haber contribuido a este progreso. Después de muchos años de desacuerdo entre algunos de los principales países industrializados, los comunicados más recientes del G-7 y del G-10 indican que existe ahora un grado sustancial de consenso sobre la dirección a seguir. Si bien pueden pasar años antes de que se alcance y se aplique un acuerdo pleno, y como siempre, el peligro se esconde en los detalles, parece que ahora hay más razones para ser optimistas con respecto al logro de resultados prácticos de las que ha habido en los últimos tiempos.