

VIII. Conclusión: haciendo frente a posibles temporales

Si miramos retrospectivamente el periodo analizado, hay razones para estar bastante satisfechos. Teniendo en cuenta las tensiones y turbulencias que afectaron a la economía mundial, su evolución podría haber sido mucho peor. Un conjunto contundente de políticas macroeconómicas de estímulo, sumado a un sector financiero fortalecido por las reformas estructurales, ha resultado crucial a tal efecto. Pero mirando al futuro, no hay que perder de vista dos datos importantes. Aunque los resultados de crecimiento, beneficios y empleo obtenidos podrían atribuirse en parte a los inesperados acontecimientos, lo cierto es que estos resultados nos han situado en una senda de expansión menor de la que muchos analistas habían pronosticado. En consecuencia, los planes de ahorro en algunos países tendrán que acabar por ajustarse al alza. Además, nada garantiza que las actuales expectativas más moderadas lleguen a materializarse en la práctica. De hecho, sigue existiendo una gran cantidad de riesgos e incertidumbres que pondrán a prueba los límites de nuestra comprensión de los procesos económicos y de las políticas sólidas.

A mediados del año pasado, muchos expertos todavía anticipaban una rápida recuperación de la economía mundial, pero actualmente, las expectativas son más limitadas, en un entorno caracterizado por una recuperación atípicamente moderada de lo que fue en algunos países una contracción marcadamente superficial. De todos modos, el proceso que se espera cimiento esta recuperación continúa siendo el tradicional. La enorme caída de las existencias observada en muchos países se ha paralizado o incluso ha llegado a invertirse parcialmente. A medida que se recupera la producción, aumentan los ingresos y la confianza de los consumidores, lo que estimula el gasto de las familias. Al mismo tiempo, al aumentar los beneficios, la inversión repunta, lo que nutre a su vez una recuperación sostenible y fomenta la expansión. Asimismo, se resta importancia a los vientos en contra que soplan en el temporal por el que atraviesa el sector financiero.

Es justo aquí donde hay que plantearse algunos interrogantes, ya que los últimos años, incluso dejando a un lado las perturbaciones, no han sido precisamente muy normales. La expansión de finales de la década de los 90, caracterizada por un fuerte incremento de la expansión del crédito, de los precios de los activos y de la inversión en capital fijo (especialmente en los países de habla inglesa) no fue en absoluto un fenómeno corriente. El ciclo alcista se invirtió tras el desplome de los beneficios y de la inversión, y no tanto a consecuencia del fuerte incremento de la inflación y la correspondiente respuesta de la política monetaria. Se trata de nuevo de un fenómeno que se sale de lo habitual. Además, la fase contractiva ha sido extraordinaria en dos importantes aspectos. En muchos países (especialmente

en Estados Unidos) el consumo ha seguido creciendo a un ritmo especialmente rápido, a pesar de la desaceleración económica y, afortunadamente, lo mismo puede decirse del incremento de la productividad. De estos acontecimientos poco corrientes surgen los interrogantes acerca de cómo y en qué medida estas características del pasado reciente podrían condicionar, para bien o para mal, el futuro.

Las respuestas no son sencillas. Para realizar un pronóstico acertado es necesario, en primer lugar, comprender el mecanismo por el que las vicisitudes de la economía real afectan la fortaleza del sistema financiero. Por ejemplo, supongamos que la economía mundial fuera a experimentar una vigorosa recuperación. ¿Qué efectos tendría este hecho sobre las expectativas de inflación y sobre los tipos de interés de los bonos? ¿Cuáles serían, en cambio, los efectos de una recuperación económica sólo moderada sobre los reducidos niveles de beneficios actuales y los precios de las acciones ya elevados de por sí? ¿Cómo repercutirían después estas posibilidades en la situación de las instituciones financieras? Y continuando con esta línea de razonamiento, ¿de qué modo se vería afectada la economía real, a su vez, por las modificaciones de las variables financieras, dado el actual punto de partida caracterizado por unos niveles de deuda que también son especialmente elevados? Lo cierto es que nuestro conocimiento de cada uno de estos eslabones es escaso, y la posibilidad de que se produzcan interacciones imprevistas entre los distintos factores hace que nuestra comprensión del proceso en su conjunto sea todavía más limitada. Podría ocurrir que los acontecimientos se reforzasen armoniosamente, de modo que la situación marchara bien, pero es perfectamente posible que acabaran por actuar de forma desordenada. Como se expone más adelante, un buen consejo de política económica sería esperar lo primero pero prepararse por si se presenta lo segundo.

Los resultados se verán condicionados tanto por los imprevistos como por las futuras decisiones de política económica. En cuanto a los primeros, algunos de ellos preocupan más que otros. En caso de producirse nuevos atentados terroristas, éstos podrían minar la confianza y restringir el consumo y la inversión, además de asestar otro duro golpe al sector asegurador ya de por sí debilitado. La escalada del conflicto en Oriente Medio y las consiguientes interrupciones en el suministro de petróleo elevarían los precios y reducirían aún más el poder adquisitivo en la mayoría de los países. Las actuales tensiones comerciales podrían agravarse, perjudicando a todos, en especial a los sectores poblacionales más pobres. Aun así, no hay que olvidar que otros imprevistos también podrían tener repercusiones positivas. El mundo no ha agotado en absoluto las actuales posibilidades tecnológicas, ni siquiera en los países más avanzados. La difusión a otros países de los incrementos de productividad obtenidos en Estados Unidos contribuiría a mejorar la situación a escala internacional. Además, el proceso de búsqueda de nuevos avances tecnológicos y sus aplicaciones rendirá elevados dividendos a la larga.

Aunque la balanza siga inclinándose hacia el lado contractivo, ha de subrayarse el considerable poder de la política económica tanto para prevenir

acontecimientos negativos como para amortiguar sus efectos nefastos sobre la economía, si llegaran a producirse. Las guerras comerciales no son inevitables, y es posible resistir la tentación de utilizar el petróleo como arma política. La tendencia subyacente de la inflación es positiva en buena medida y, en los últimos años, se ha producido una importante consolidación fiscal, todo lo cual aumenta el margen de maniobra de las políticas macroeconómicas. Los acontecimientos recientes también atestiguan la creciente capacidad de recuperación del sistema financiero. En suma, aunque persisten los motivos de preocupación, también existen algunos elementos tranquilizadores.

Factores que condicionan el panorama económico

Una importante característica positiva de la última década ha sido la quiescencia de la inflación mundial. Este hecho ha sido particularmente sorprendente en países donde hubiera cabido esperar que la sustancial depreciación del tipo de cambio se hubiera transmitido a los precios, pero donde sin embargo no lo hizo. El mérito lo tiene en gran medida la mayor credibilidad de la que han gozado los bancos centrales tanto en los países industrializados como en las economías emergentes. Las autoridades monetarias han adoptado el serio compromiso de conseguir y mantener bajas tasas de inflación, y parece que las expectativas de inflación incorporadas en los contratos salariales y de otro tipo se han orientado más hacia el futuro y han quedado mejor ancladas, siendo ahora menos probable que respondan a aumentos aislados de precios.

La favorable evolución de la inflación, a pesar de ser un motivo de orgullo legítimo para los bancos centrales, refleja también otra fuerza secular, a saber, un potencial de crecimiento de la economía mundial por el lado de la oferta más rápido que en el pasado. Entre los factores que han contribuido a elevar ese potencial se encuentran los procesos de liberalización económica emprendidos en un gran número de países, entre los que cabe destacar Corea y China. Junto con una estrategia de crecimiento orientada hacia la exportación, dichos procesos liberalizadores ayudaron a reducir el poder de fijación de precios de las empresas en todo el mundo. Los avances tecnológicos, especialmente en Estados Unidos, así como una rápida difusión de los mismos, también han tenido un impacto significativo en el crecimiento de la productividad. La liberalización financiera impulsó aún más la reacción por el lado de la oferta, aunque no siempre de forma deseada. Las nuevas ideas con potencial productivo se financiaron fácilmente, pero también lo fueron muchas otras iniciativas. En la actualidad, apenas hay dudas de que una gran parte de la inversión mundial en el sector de la tecnología de la información nunca será rentable, y gran parte de ese exceso de capacidad está aún pendiente de llevarse a pérdidas. Los factores citados anteriormente siguen estando presentes e incluso algunos de ellos se están consolidando. Sumado a una persistente escasez de la demanda en Japón y en parte de Europa continental, el resultado es que las tendencias mundiales de los precios de los bienes y servicios comerciables en los mercados mundiales

podrían permanecer deflacionarias, incluso si el incremento de la remuneración de los trabajadores y del precio del petróleo siguiera manteniendo vivo un posible riesgo inflacionario a corto plazo.

En estas circunstancias, los países de habla inglesa se convirtieron de hecho, durante gran parte de la última década, en importadores de última instancia de la escena internacional. Los tipos de interés se mantuvieron relativamente bajos en Estados Unidos, a pesar de que la expansión económica se prolongó hasta alcanzar una duración histórica. La inversión de las empresas y el gasto de las familias experimentaron un considerable aumento y ambos sectores recurrieron de forma significativa a la financiación mediante endeudamiento. El ejemplo más reciente de esta conducta es el pronunciado aumento del endeudamiento hipotecario y el incremento, incluso más intenso, de la refinanciación de créditos hipotecarios en muchos países, en parte como reacción a los recortes de los tipos de interés a partir de enero de 2001. Buena parte de la financiación obtenida parece haberse utilizado para mantener el consumo en unos niveles extraordinariamente altos durante la fase de desaceleración económica.

Actualmente, la cuestión primordial consiste en saber hasta qué punto las consideraciones relativas a la situación patrimonial supondrán una carga en los planes de gasto futuro. Por una parte, los niveles de endeudamiento de las familias y las empresas en una serie de países de habla inglesa parecen muy altos con relación a la renta disponible y el flujo de caja respectivamente. A menos que los beneficios se recuperen significativamente, las limitaciones del balance y los elevados niveles de exceso de capacidad pueden impedir un repunte de la inversión. Además, el margen para realizar refinanciaciones adicionales de los créditos hipotecarios es mucho menor y las existencias de bienes de consumo duraderos de reciente adquisición son mucho mayores. Por otra parte, las cargas del servicio de la deuda todavía parecen controlables, y la proporción de la deuda con respecto a los activos es todavía relativamente escasa. Sin embargo, estos dos indicadores más positivos podrían deteriorarse en el caso de que los tipos de interés volvieran a subir hasta niveles más normales. Al analizar el aumento de los tipos de interés y su rapidez (suponiendo que la recuperación actual continuase), debe considerarse la posible fragilidad de los balances.

Si nos guiamos por el pasado reciente, la evolución económica a corto plazo en el resto del mundo seguirá muy influida por lo que suceda en los países de habla inglesa y, sobre todo, en Estados Unidos. Los vínculos comerciales internacionales, la mayor integración de los mercados de capital y el importante incremento de las fusiones y adquisiciones transatlánticas hacen que las economías de Europa continental y de Norteamérica apunten cada vez más a la misma dirección. Sin embargo, es aún muy probable que se observen trayectorias de distinta naturaleza. Por ejemplo, a excepción de las empresas de telecomunicaciones, los indicios de desequilibrios de endeudamiento antes citados son mucho menores en Europa. Los niveles de beneficios también se han mantenido relativamente fuertes y, excepto en el sector de las telecomunicaciones, no se aprecian los excesos de inversión que se han visto recientemente en otras latitudes. El elemento más preocupante

en el ámbito empresarial europeo es la presión al alza de los salarios. Dada la situación de competencia internacional, es más probable que la presión al alza de los salarios acabe antes reduciendo el nivel de empleo y el crecimiento potencial que elevando los precios.

En Japón, el balance es mucho menos positivo. Los niveles de deuda del sector privado se mantienen muy elevados según los criterios internacionales, a pesar de que las mayores empresas japonesas tuvieron bastante éxito en sus planes de refinanciación y cancelación de deudas. Los beneficios de estas empresas también han ido creciendo a medida que aumentaban los ingresos por exportación, gracias al incremento de las ventas en el exterior y a la debilidad del yen. Sin embargo, para la inmensa mayoría de las empresas japonesas más pequeñas, que operan dentro de una economía muy cerrada, los beneficios continúan exiguos y el exceso de capacidad instalada sigue siendo la norma. Aunque los consumidores han seguido gastando a un ritmo moderado, el aumento del desempleo y la merma de la confianza podrían reducir aún más el gasto.

Las perspectivas económicas de las economías emergentes también se verán afectadas en gran medida por la evolución que siga el mundo industrializado. En líneas generales, los países asiáticos se encuentran en una posición mucho más favorable que los países de América Latina para obtener buenos resultados en términos de crecimiento e inflación, mientras que las economías en transición de Europa están en una situación intermedia. No cabe duda de que la posición relativamente favorable de la que goza la región asiática se debe al tamaño y a la composición de su sector de bienes comerciables. Para las perspectivas de los países latinoamericanos, el mayor riesgo quizá proceda del exterior. Si los flujos financieros desaparecen (ya sea por una mayor aversión al riesgo o por la inestabilidad política interna) los déficits por cuenta corriente también tendrán que reducirse mediante la correspondiente disminución del gasto interno. Este proceso podría resultar doloroso, como ya se ha visto en el caso de Argentina y anteriormente en Turquía. Sin embargo, mientras este último país parece encontrarse ahora en la senda de la recuperación (si bien lastrada por una inflación todavía elevada y la erosión de la competitividad) las perspectivas para Argentina son ahora más inciertas que nunca.

Otro importante interrogante de cara al futuro tiene que ver con el grado en que las dificultades y desequilibrios del propio sector financiero internacional podrían moderar una incipiente recuperación. Una primera consideración invita al optimismo, pues aunque la calidad de la cartera de créditos de los bancos de la mayoría de los países industrializados se ha deteriorado en cierta medida, la proporción de créditos dudosos probablemente se mantenga muy por debajo de los máximos alcanzados a comienzos de la década de los 90. Una razón de peso para ello es que los préstamos que han financiado la propiedad inmobiliaria de uso comercial han sido en numerosos países mucho más reducidos durante el presente ciclo que durante el anterior. No fueron los bancos los que proporcionaron el grueso de la financiación especulativa asociada a la "nueva era", sino que se canalizó más bien a través de los mercados bursátiles y de bonos, o incluso fue

directamente facilitada por proveedores e inversionistas de capital de riesgo. La tasa de rendimiento del capital también ha conseguido mantenerse, a pesar de las recientes caídas de los ingresos procedentes de la banca de inversión, de modo que la mayoría de los bancos parecen estar adecuadamente capitalizados. En suma, en la mayoría de los países industrializados la limitación de la oferta de crédito por parte de los bancos no parece que vaya a ser un gran impedimento para el crecimiento.

Una vez puestos de manifiesto estos aspectos positivos, es necesario sin embargo, reseñar que no todas las instituciones financieras se encuentran exentas de problemas. Son bien conocidas las graves dificultades que atraviesa el sistema bancario japonés, a las que se hará referencia más adelante. Además, se observan indicios de un posible aumento de las reticencias por parte de algunos bancos de Europa continental a conceder préstamos, particularmente a las empresas más pequeñas, al mismo tiempo que se muestran menos vacilantes a la hora de retirar el apoyo a los préstamos incobrables. Probablemente, la opinión del mercado bursátil sobre lo inadecuado de las tradicionales estrategias de préstamo se está dejando sentir. También hay que subrayar el hecho de que el sector asegurador internacional se haya visto negativamente afectado por la caída de las rentas de sus inversiones a consecuencia de los descensos de los tipos de interés y de los precios de las acciones. Además, una serie de catástrofes naturales, junto con los acontecimientos del 11 de septiembre, han afectado al ramo de seguros generales. También se ha observado una tendencia de ciertas sociedades, tanto en el negocio del seguro como en el del reaseguro, a contrarrestar esos efectos adversos mediante la entrada en nuevos instrumentos, como los derivados del crédito. Por el momento, se hace difícil evaluar en qué medida esta tendencia puede haber aumentado su exposición a nuevos riesgos.

Volviendo a los mercados financieros, éstos han mostrado una considerable fortaleza hasta la fecha. Aun así, siguen existiendo muchas preocupaciones. Los elevados precios de la renta variable y el tipo de cambio del dólar vienen generando inquietud desde hace mucho tiempo. Los crecientes precios de la vivienda y la continuidad de la financiación a través de los mercados internacionales de renta fija son preocupaciones más recientes. Es verosímil que puedan producirse cambios significativos en alguno de estos ámbitos, cambios que posiblemente repercutirían a su vez de forma negativa en las perspectivas económicas internacionales.

La corrección observada en los precios de las acciones de los sectores de tecnología, medios de comunicación y telecomunicaciones ya ha sido muy significativa, y es de esperar que lo peor haya pasado. En el resto de los sectores las caídas han sido sustanciales, si bien las valoraciones convencionales siguen mostrando unos índices generales bastante elevados, sobre todo en Estados Unidos. Este hecho se pone especialmente de manifiesto cuando las cotizaciones se ponderan en términos de beneficios recientes, pero se sigue observando incluso cuando se utilizan previsiones extrapoladas sobre beneficios futuros. Además, como se indicó previamente, da la impresión de que estas últimas estimaciones son demasiado optimistas

bajo el prisma de un contexto macroeconómico más amplio. Otra incertidumbre se refiere a la posibilidad de que haya factores del pasado, desfavorables para los beneficios, que se puedan seguir materializando, dado el prolongado periodo durante el que parecen haberse alterado los beneficios. Es posible que haya que llevar a pérdidas más inversiones fallidas y aumentar las provisiones para los fondos de pensiones. El caso Enron pone de manifiesto la posibilidad de que pueda descubrirse en otras empresas la publicación de beneficios artificiales. Afortunadamente, no parece probable que vaya a producirse una pérdida generalizada de la confianza, sobre todo teniendo en cuenta la perspectiva de incrementos continuos de la productividad.

Las recientes inquietudes sobre los precios de la vivienda no han surgido sólo porque éstos se hayan situado a unos niveles elevados con respecto a las variables fundamentales. El coeficiente entre precios de la vivienda y renta disponible se encuentra casi en máximos históricos en algunos países, aunque no en todos. La misma importancia reviste la rápida subida de los precios de la vivienda en muchos países, que parece estar teniendo una importancia capital a la hora de mantener los niveles de consumo, aunque posiblemente de forma insostenible. En Estados Unidos, las últimas tendencias se han visto reforzadas por las fórmulas cada vez más sencillas de acceso al crédito hipotecario, entre las que se incluyen las empresas patrocinadas por el Estado, y por la pronunciada disminución de las comisiones por el refinanciación de las hipotecas. Preocupa especialmente que el aumento resultante del endeudamiento pueda hacer más vulnerables a muchos prestatarios en caso de dificultades económicas.

La fortaleza del dólar ha estado confundiendo continuamente a sus tradicionales agoreros, quienes justifican en gran medida su pesimismo con el volumen del déficit por cuenta corriente de Estados Unidos. Los sucesivos argumentos de esa fortaleza han ido debilitándose ante los nuevos acontecimientos. La explicación más convincente hasta la fecha quizá sea la que combina unas elevadas tasas de rendimiento esperado de las inversiones en Estados Unidos (relacionadas con un crecimiento relativamente rápido de la productividad) con la tardía estrategia de las empresas europeas para alcanzar una presencia internacional. En la práctica, esta reasignación de cartera requeriría un primer paso hacia el mayor mercado mundial, Estados Unidos. Hasta hace poco, el grueso de los flujos de capital que se dirigían de Europa a Estados Unidos estaba compuesto por inversión extranjera directa y compra de acciones. Sin embargo, durante el pasado año, este tipo de flujos se ha reemplazado en gran medida por la compra de bonos, un instrumento más conservador utilizado tradicionalmente por los inversionistas japoneses y de otros países asiáticos. Incluso estos flujos, quizá influenciados por las pérdidas registradas en sus anteriores inversiones en Estados Unidos, se han reducido en fechas más recientes, al intuirse un renovado interés de los inversionistas estadounidense por las oportunidades existentes en Europa.

Dado el historial de las predicciones realizadas en este ámbito, sería arriesgado especular sobre los efectos de estas recientes alteraciones. Incluso si se tiene en cuenta la reciente debilidad del dólar, sería una ingenuidad

contentarse con extrapolar esta tendencia hacia el futuro. Sin embargo, un sencillo cálculo indica que por cada año que Estados Unidos incurre en un importante déficit por cuenta corriente, su deuda externa aumenta. Si Estados Unidos llegara a conseguir la recuperación más sólida entre los principales países industrializados —como esperan ahora muchos analistas— dicho cálculo se cumpliría incluso con mayor certeza. El hecho de que tal cantidad de inversiones de cartera, tanto públicas como privadas, parezcan favorecer enormemente al dólar podría asimismo ofrecer algunas posibilidades de reequilibrio siempre que el periodo de fortaleza del dólar haya pasado definitivamente. Europa cuenta ahora con mercados financieros en euros que coinciden en muchos aspectos clave con los de Estados Unidos. Los esfuerzos para cubrir las posiciones en dólares podrían también repercutir en el valor nacional de los activos denominados en dólares, especialmente si se consideran excesivamente apreciados de por sí.

El último motivo de inquietud generalizada en este terreno está relacionado con algunos de los inconvenientes de los mercados financieros actuales. El más obvio se refiere al hecho de que la mayor oferta de fuentes de financiación puede facilitar un exceso de crédito. La experiencia demuestra que los consumidores, las empresas e incluso los estados no siempre son buenos jueces de su propia capacidad para afrontar el servicio de la deuda, y tampoco lo son sus acreedores. Asimismo, como ponen de manifiesto claramente las actuales dificultades por las que atraviesa Argentina, lo que es controlable en unas circunstancias, puede no serlo en otras.

Un problema estrechamente relacionado con el anterior es que los mercados pueden verse sometidos a cambios bruscos en la confianza de los inversionistas. Esto puede provocar conductas gregarias y la repentina desaparición de la liquidez en sectores clave. Sin embargo, aunque el continuo aumento de la concentración en los mercados financieros pueda conllevar una mejor gestión general del riesgo, podría ser todavía un motivo de preocupación. Por ejemplo, los mercados extrabursátiles de derivados más importantes están dominados por un número muy pequeño de sociedades cuyas calificaciones crediticias se han visto reducidas. Tampoco es reconfortante el hecho de que las ya citadas empresas estadounidenses patrocinadas por el Estado se apoyen en tan pocas sociedades para llevar a cabo la complicada tarea de cubrirse frente al riesgo del mercado y, en particular, frente al riesgo de la cancelación anticipada de hipotecas. Negociar el enorme volumen de transacciones necesarias en un entorno en el que la mayoría de los participantes adoptan estrategias similares y predecibles podría producir oscilaciones perjudiciales de los precios. Asimismo, una modificación sustancial de las circunstancias de uno sólo de estos grandes participantes podría tener implicaciones generalizadas en el conjunto de los mercados financieros. La creciente tendencia que muestran las grandes sociedades a negociar con empresas importantes no haría sino agravar el problema.

Por último, habría que plantearse una cuestión de naturaleza más coyuntural y relacionada con los mercados. ¿Seguirán encontrando los prestatarios, incluidos los de menor calificación crediticia, una acogida tan

alta en el mercado de bonos como en el pasado reciente? A excepción de los bonos de riesgo más alto, los diferenciales de rendimiento han permanecido bastante reducidos. Este hecho parece corroborar la idea de que la recuperación económica prevista reducirá sustancialmente la probabilidad de impago. Sin embargo, si esta opinión cambiase, las empresas y los gobiernos podrían fácilmente enfrentarse a unas condiciones más duras en el mercado financiero, que reducirían aún más la probabilidad de una sólida recuperación económica.

Políticas y medidas de apoyo para un crecimiento sostenible

Cualquiera que sean los procesos económicos que se estén produciendo en un momento dado, unas buenas políticas y prácticas económicas pueden mejorar las perspectivas. Gracias a estos esfuerzos, las tendencias de crecimiento pueden aumentar, la variabilidad cíclica puede reducirse, y la recurrencia y la gravedad de las crisis financieras pueden limitarse. Tanto las políticas macroeconómicas como las macroprudenciales (definidas estas últimas como las medidas diseñadas para reforzar la estabilidad financiera) intervienen en la consecución de estos objetivos. Las reformas estructurales también tienen una importante función que cumplir, no sólo para incrementar la eficiencia de los mercados, sino también para eliminar los desórdenes económicos y financieros de anteriores crisis, que siguen siendo un problema importante en algunos países.

Políticas cambiarias y macroeconómicas

Antes de analizar las políticas macroeconómicas, merece la pena discutir el sistema cambiario en el que éstas operan. Cada vez hay menos economías de mercado emergentes que opten por regímenes de tipo de cambio fijo o ajustable, y por una buena razón, ya que estos sistemas invitan a la especulación desestabilizadora y a las crisis, como se ha visto recientemente en Turquía y Argentina. Además, animan a los agentes residentes a endeudarse en moneda extranjera, a tipos de interés normalmente más bajos, exponiendo así al sector empresarial y posiblemente al sistema financiero del país en cuestión al riesgo de sufrir enormes pérdidas si la divisa nacional acaba por depreciarse. Si bien la flotación es una de las opciones preferidas, otra podría ser la fijación de un tipo de cambio inmutable con respecto a otra moneda más sólida, o bien la creación de una moneda regional. A la luz del gran éxito que ha tenido la introducción del euro, estas cuestiones se están analizando con más detenimiento en las economías en transición y prácticamente en todas las regiones con economías de mercado emergentes. Independientemente de sus ventajas macroeconómicas, cada vez se están valorando más los costes microeconómicos que conlleva mantener una multitud de monedas distintas.

Los países que deciden dejar flotar su moneda no pueden hacer caso omiso de lo que sucede con su valor en la práctica. De hecho, la experiencia reciente indica claramente que muchos países con economías de mercado emergentes han decidido gestionar cuidadosamente la flotación de su divisa. Un motivo obvio es que las fluctuaciones de los tipos de cambio afectan a los

precios internos. En tales casos, sería recomendable utilizar la política monetaria, no para controlar el tipo de cambio *per se*, sino para moderar sus fluctuaciones con el fin de lograr algún tipo de objetivo interno de inflación. Sin embargo, el problema puede complicarse fácilmente. El tipo de cambio puede no responder como cabría esperar a las modificaciones de los tipos de interés oficiales, una posibilidad realista a juzgar por las trayectorias seguidas por las monedas del G-3 en los últimos años. También podrían existir preocupaciones legítimas sobre otros posibles efectos de las fluctuaciones de los tipos de cambio, a saber, las implicaciones para la competitividad y la estabilidad financiera, o los posibles desórdenes en los mercados y crisis inexorables. De hecho, dichas preocupaciones pueden ser incluso más pertinentes en las economías emergentes que en las industrializadas. En tales circunstancias, debería considerarse la utilización de otros instrumentos de política monetaria, que en orden creciente de intrusión irían desde intervenciones verbales, pasando por intervenciones reales, hasta llegar a medidas que limiten la especulación o los flujos de capital. Independientemente de las decisiones que se adopten, también debe prestarse la atención necesaria a los costes a largo plazo de las interferencias con los procesos de mercado, y deberían explicarse al público claramente los motivos de tales políticas.

La tarea de mayor calado para las autoridades monetarias en la pasada década ha consistido en lograr y mantener una inflación reducida. La tarea se ha cumplido con un éxito considerable y el resultado ha sido una evolución económica en general más favorable. Sin embargo, esta situación beneficiosa plantea también nuevos retos, de los que son cada vez más conscientes las autoridades monetarias. El primero de ellos se refiere al momento en que se considera adecuado un endurecimiento de la política monetaria. El segundo está relacionado con la relajación monetaria, en concreto con las restricciones que impone el límite inferior cero para los tipos de interés nominales.

Considérese en primer lugar el endurecimiento de la política monetaria. Si bien es cierto que las expectativas de inflación se encuentran ahora mejor ancladas alrededor de los objetivos oficiales de inflación, también lo es que los desequilibrios subyacentes entre la oferta y la demanda podrían aumentar sin dar muestras de ello. Hasta cierto punto, también podrían aparecer presiones inflacionarias, lo que haría necesaria quizá una respuesta monetaria más contundente. Habría más posibilidades de que se produjera una situación de este tipo si los aumentos observados de la oferta acabasen revelándose como un fenómeno transitorio, debido por ejemplo a un endurecimiento de los tipos de cambio o a unos precios más bajos de las materias primas que acabarían subiendo. Es evidente que nada de esto constituiría un problema en la práctica para la política monetaria si los bancos centrales contasen con mediciones fiables de variables como la tasa de crecimiento potencial de la economía y la tasa natural de desempleo. El problema, obviamente, es que no disponen de ellas.

Con respecto al endurecimiento, otra complicación, quizá más probable, puede surgir cuando la inflación y los tipos de interés son bajos y la confianza es elevada. En tales circunstancias, el apalancamiento resultaría una opción

tentadora y más sencilla, de modo que el crecimiento del crédito se podría acelerar de forma notable. A su vez, esta expansión crediticia podría transmitirse a los mercados de activos, a la riqueza y al gasto. Las caídas resultantes en el coste del capital también podrían provocar aumentos de la inversión que, por sí solos, podrían contribuir a mantener la inflación reducida. Sin embargo, si posteriormente el gasto se redujera, la economía podría verse abocada a un periodo de exceso de oferta e incluso de deflación, con posibles repercusiones en el sistema financiero. Este tipo de ciclo expansivo y contractivo se observó en Japón a finales de la década de los 80 y en Asia oriental durante la segunda mitad de los años 90. En ambos casos, la inflación no hizo acto de presencia y, sin embargo, se produjo una crisis.

Es mucho más sencillo describir estos problemas que proponer soluciones para resolverlos. La decisión de subir los tipos de interés cuando no hay presiones inflacionarias evidentes es difícil, tanto si el precio de los activos está aumentando rápida y simultáneamente como si no. Hay dos buenas explicaciones para este fenómeno. En primer lugar, dadas las incertidumbres económicas y de medición existentes, en cualquier caso, siempre va a haber una alta probabilidad de que un endurecimiento de la política monetaria se revele como una medida equivocada. En segundo lugar, lograr convencer al público y a la clase política de la necesidad de tal medida sería una tarea muy difícil. Ahora bien, si la economía se encontrase realmente en una senda cíclica de expansión y recesión, cuanto más tiempo se permitiera la fase expansiva, mayores serían las consecuencias.

El modo de relajar la política monetaria, cuando la economía se debilita y la tasa de inflación ya es reducida, plantea otras cuestiones de gran interés, ya que podría producirse fácilmente una situación de deflación. Dado que los tipos de interés oficiales nominales no pueden situarse por debajo de cero, la deflación eleva los tipos de interés reales, complicando aún más el problema deflacionario. Además, el grado de agravamiento es directamente proporcional al nivel de deuda pendiente sobre el que se aplica el prodigio del interés compuesto.

Algunos analistas son partidarios de llevar a cabo una relajación monetaria vigorosa para evitar una deflación. Los peligros añadidos que plantea la existencia de altos niveles de deuda, de crucial importancia a la hora de formular las políticas monetarias en los países de habla inglesa, avalan todavía más este enfoque. Sin embargo, en pos de alcanzar el mismo objetivo, otros analistas recomendarían una respuesta más cauta. Una motivación táctica sería el establecimiento de unas expectativas en las que los tipos de interés siguieran cayendo, para mantenerse después en niveles bajos. Este tipo de expectativas produciría una caída de los tipos de interés a largo plazo, estimulando así activamente el gasto. Esta lógica podría aplicarse en buena parte de Europa continental, donde los tipos de interés a largo plazo tienen tradicionalmente mayor importancia y donde actualmente existe un menor exceso de capacidad que limite la inversión. Un argumento adicional en favor de la precaución ya se formuló por vez primera en la década de los 30. Si el problema es cíclico (es decir, tras la expansión viene

la recesión), unos tipos de interés muy bajos pueden obstaculizar el necesario proceso de reducción del exceso de capacidad. Es obvio que este argumento pierde mucha de su solidez si existen otros procedimientos, tales como tribunales activos en los procesos de quiebra y bancos precavidos, que garanticen en cualquier caso la reestructuración de las empresas inviables.

En tales circunstancias, debe considerarse con atención la utilidad de la política fiscal. Si la política monetaria se encontrara cada vez más “empujando una cuerda”, la introspección principal del análisis keynesiano sería que la política fiscal podría seguir desempeñando un papel importante. De todos modos, el gasto público imprudente de las últimas décadas también ha enseñado otras lecciones importantes.

La primera es que también reviste importancia la forma que adopte el estímulo presupuestario. En Japón, por ejemplo, se ha desperdiciado gran parte de la inversión pública masiva en infraestructuras regionales realizadas durante la última década. Obligados a afrontar pasivos futuros y sin activos que puedan compensarlos, no es sorprendente que los consumidores japoneses, que también son contribuyentes, hayan mantenido una enorme cautela. Un cambio de dirección del gasto público en Japón destinado al seguro de desempleo y a otras prestaciones sociales podría contribuir sustancialmente a alentar los cambios estructurales que tan urgentemente necesita ahora Japón.

La segunda lección es la necesidad de prudencia presupuestaria en los periodos de normalidad, con el fin de permitir la flexibilidad en situaciones extraordinarias. La conducta de los gobiernos de muchos países industrializados, y de Europa continental especialmente, ha dejado mucho que desear al respecto, principalmente si se tienen en cuenta las obligaciones futuras relacionadas con las pensiones. En Asia, los costes presupuestarios de las reestructuraciones bancarias podrían situar los coeficientes de deuda en niveles peligrosamente elevados. También se puede ofrecer un corolario de esta llamada a la prudencia. Si el déficit tuviera que aumentar por razones cíclicas, también sería necesario un plan a medio plazo para restablecer con el tiempo la estabilidad presupuestaria. De hecho, una serie de economías de mercado emergentes ya han aprobado legislaciones que garantizan este resultado.

Reformas estructurales y macroprudenciales

Las perspectivas de crecimiento más rápido y menos variable podrían incluso mejorar en muchos países si se prestase mayor atención a las reformas estructurales. En Japón, los principales problemas están profundamente arraigados y relacionados con los obstáculos al restablecimiento de un nivel adecuado de beneficios. Dar solución a estos problemas no será fácil. Aunque el funcionamiento de los mercados de trabajo y de productos ha mejorado en Europa continental más de lo que muchos piensan, aún queda mucho trecho por recorrer antes de que la realidad de los cambios consiga situarse a la par de las promesas políticas de la Cumbre de Lisboa. Desafortunadamente la proximidad de las elecciones en algunos países ha coincidido recientemente con la resistencia de los sindicatos, lo que ha desacelerado este progreso tan

necesario. Se podría decir que recientemente se ha producido igualmente un progreso significativo pero no suficiente en China, India, Rusia y en todo un conjunto de economías de mercado emergentes. Parece que existen dificultades inherentes a la puesta en marcha de reformas estructurales. Los gobiernos deben comprometerse a recorrer un largo camino y esperar una intensa oposición por parte de aquellos que tienen intereses en juego.

Las políticas dirigidas a mejorar la eficiencia y la estabilidad del sistema financiero también serían de gran ayuda para lograr un crecimiento sostenible. La principal tarea a la que se enfrentan muchos países en este terreno consiste en eliminar los residuos que han quedado de crisis financieras previas o de un dilatado periodo caracterizado por la concesión de créditos fallidos y a tipos de interés excesivamente bajos. Tras años de vacilación, las autoridades japonesas apenas han empezado a suprimir las arraigadas trabas estructurales que afectan a los sectores empresarial y bancario. La utilidad de los estudios especiales sobre créditos potencialmente frágiles llevados a cabo recientemente por la Agencia de Servicios Financieros (FSA) quedará demostrada si a través de ellas se logra que los bancos dejen de conceder créditos a deudores insolventes. Esta circunstancia obligaría a su vez a llevar a cabo una reestructuración del sector empresarial basada en el mercado, en el que se enfrentaría al problema subyacente de los beneficios inadecuados. Sin embargo, este proceso de reconocimiento de las pérdidas también podría poner de relieve la insuficiente capitalización de algunos bancos japoneses y la necesidad de algún otro tipo de intervención pública. Si las autoridades consideran factible esta circunstancia, deberían comenzar ya a preparar al público para posibles aumentos del déficit presupuestario. Sin estas medidas internas, no cabe esperar que un repunte de la actividad económica mundial tenga más efectos sobre Japón que los meramente paliativos.

Por desgracia, parecen perpetuarse problemas similares heredados de errores del pasado también en una serie de economías de mercado emergentes. Por ejemplo, el crecimiento del crédito interno en México no ha logrado recuperarse de la crisis de 1994. De manera análoga, la expansión del crédito en algunos países asiáticos —especialmente en Indonesia— se ha visto obstaculizada. Si esto se debiera a restricciones por el lado de la oferta (como por ejemplo, que los bancos todavía débiles se negaran a financiar a clientes empresariales debilitados) estas dificultades podrían limitar perfectamente las perspectivas de recuperación económica, como fue el caso de Turquía y ahora de Argentina, país que anteriormente contaba con uno de los sistemas bancarios más sólidos de América Latina. Por supuesto, hay que reconocer también las grandes mejoras que parecen haberse llevado a cabo en países como Corea y Malasia. Un análisis exhaustivo de estos casos, así como un estudio de las lecciones extraídas de las anteriores reestructuraciones acometidas en los países nórdicos, podrían ser igualmente útiles para otros países.

La tarea de recuperación de los errores financieros del pasado debe ser paralela al esfuerzo por no cometer nuevas equivocaciones. Como se señaló en la Introducción, se ha avanzado mucho para fortalecer determinados

sectores financieros, el funcionamiento de los mercados y la infraestructura sobre la que se asienta el sistema financiero mundial. Aun así, es necesario que algunos procesos ya en marcha lleguen a buen puerto, y existen además nuevas sugerencias que merecen la atención de los sectores público y privado.

Entre los procesos que deben finalizarse, ninguno reviste mayor importancia que la propuesta del Nuevo Acuerdo de Capital de Basilea diseñado para mejorar la estabilidad de los sistemas bancarios nacionales mediante la redefinición de los coeficientes mínimos de capital, el fortalecimiento de las funciones de las agencias supervisoras y el fomento de la disciplina del mercado. El cambio más importante con respecto a los coeficientes mínimos es que el capital exigido estará ahora mucho más directamente relacionado con el perfil general de riesgo de los bancos. De hecho, este avance es inevitable y refleja una evolución de carácter más general que está teniendo lugar en los mercados de capital, a saber, la de valorar de un modo más eficiente todos los tipos de riesgos. Dependiendo de la sofisticación del banco en cuanto a su gestión del riesgo, se ha propuesto toda una gama de metodologías para evaluar el riesgo de crédito. Además, los coeficientes de capital se han diseñado para incentivar a los bancos a progresar desde métodos más rudimentarios hasta métodos más sofisticados de evaluación del crédito. Dicho esto, ninguna cláusula del Nuevo Acuerdo obliga a los bancos, especialmente a los de las economías de mercado emergentes, a adoptar metodologías más complicadas sin estar antes de acuerdo.

El Nuevo Acuerdo ha sido sometido a profundas consultas tanto con autoridades supervisoras como con representantes del sector financiero de todo el mundo, por lo que su diseño ha durado varios años. Además, estas consultas continuarán en 2003, y su puesta en marcha está prevista para 2006, con el fin de facilitar a bancos y agencias de supervisión un periodo suficiente de preparación. Existe una serie de cuestiones abiertas en el Acuerdo que se siguen analizando, si bien en la mayoría de los ámbitos ya hay conformidad sobre la manera de proceder.

Una cuestión más compleja tiene que ver con el carácter procíclico inherente a los sistemas financieros de mercado y con la influencia que el Nuevo Acuerdo podría tener a este respecto. Como explica el capítulo anterior, las condiciones crediticias se suelen relajar a medida que se va consolidando el ciclo y luego se endurecen cuando éste empieza a decaer. Siempre ha ocurrido así, incluso en el caso del actual Acuerdo, pero han surgido preocupaciones sobre la posibilidad de que esta tendencia pudiera acentuarse con el Nuevo Acuerdo. Las ponderaciones de capital sensibles al riesgo mejoran claramente la evaluación relativa de los diferentes créditos. Sin embargo, esas ponderaciones, que pueden variar en términos relativos, también podrían hacerlo en términos absolutos a lo largo del tiempo. Esta posibilidad podría arrastrar los coeficientes de capital a la baja durante las épocas de expansión y al alza durante las recesiones, lo que tendría efectos procíclicos en los créditos bancarios.

El Comité de Basilea ha analizado cuidadosamente esta cuestión, reconociendo que el pilar supervisor podría tener una misión que cumplir en

este ámbito. Los sistemas de dotación de provisiones orientados hacia el futuro o dinámicos también están siendo analizados en una serie de países. Pero quizá el mejor estímulo sea que el proceso de Basilea ha introducido grandes mejoras en la cultura de la gestión del riesgo y parece probable que lo siga haciendo en el futuro. Un aspecto crucial de esta cultura del riesgo mejorada sería una aceptación más sistemática de que el futuro puede diferir del pasado, que los ciclos volverán a producirse y que los créditos de calidad pueden transformarse en fallidos con mucha facilidad. De manera análoga al llamamiento a la prudencia fiscal anteriormente realizado, los bancos deberían acumular capital durante los buenos tiempos para disponer de él durante los malos. Si así lo hicieran, los temores a un marcado carácter procíclico de la situación financiera se verían en gran medida mitigados.

El proceso de liberalización financiera, tanto externa como interna, que se está llevando a cabo en muchas economías de mercado emergentes, generará una serie adicional de oportunidades y retos. Entre las ventajas cabría incluir servicios financieros de mayor calidad, niveles más elevados de ahorro y una mejor asignación de los recursos reales. Sin embargo, también pueden extraerse algunas lecciones prácticas de las crisis financieras recurrentes de las décadas pasadas. La forma de llevar a cabo la liberalización es esencial, sobre todo en lo concerniente a la balanza por cuenta de capital. Además, el propio periodo de transición puede ser una fase especialmente peligrosa.

Junto a las medidas de fortalecimiento de los sistemas bancarios en las economías de mercado emergentes, debe concederse gran prioridad al desarrollo de los mercados financieros nacionales. Este desarrollo permitiría mejorar la labor de la política monetaria y también contribuiría a evitar las bruscas interrupciones en la concesión de créditos en caso de que el sistema bancario experimentase tensiones. Unos mercados internos más desarrollados implicarían también la existencia de alternativas para el endeudamiento en el exterior, que a menudo conlleva una peligrosa exposición en moneda extranjera por parte de los prestatarios. Las entradas de capital de esta índole también presentan otras implicaciones económicas adversas, como demostró claramente la crisis asiática. Por último, podrían plantearse asimismo medidas de mejora del funcionamiento de los mercados financieros en los países industrializados. Sin embargo, estas cuestiones quizá puedan abordarse mejor en el contexto de las tres crisis que permanecen más recientes en nuestra memoria.

Algunas lecciones de las crisis recientes

Puede decirse que los acontecimientos con mayores implicaciones para los mercados financieros fueron los desencadenados por el fracaso en la supervisión empresarial de Enron y, como se dio a conocer más tarde, de muchas otras empresas. De la quiebra de esta empresa podemos extraer dos lecciones primordiales y, lamentablemente, ninguna de ellas es nueva. La primera es que unos niveles elevados de apalancamiento son peligrosos y fácilmente maquillables. Sin embargo, incluso en el caso Enron, la magnitud

de los riesgos a los que estaba expuesta la empresa habría quedado de relieve si se hubieran formulado las preguntas adecuadas. El problema es que nadie las planteó, posiblemente porque todo parecía ir bien, y hacer buenas preguntas requiere un cierto esfuerzo. Lamentablemente, poco puede hacerse para cambiar la naturaleza humana tan reacia a indagar.

La segunda lección puede ofrecer recomendaciones más prácticas. Los conflictos de intereses pueden erosionar gravemente los procedimientos de supervisión empresarial. En el caso de Enron y en otros, existían muchos niveles de supervisión empresarial y es posible identificar ahora un conflicto de intereses prácticamente en cada uno de ellos. Se sigue debatiendo con gran interés cómo llegó a verse afectado el comportamiento de la dirección, el consejo, los auditores externos e internos, los prestamistas, los accionistas institucionales, los analistas bursátiles y las agencias de calificación crediticia. Ya se ha propuesto toda una gama de soluciones para lidiar con los problemas en cada uno de estos niveles. Mientras tanto, los mercados parecen corregirse por sí solos en muchos sectores. Por ello, decisiones como las concernientes a las acciones reguladoras necesarias sólo deberían tomarse tras una cuidada reflexión. La definición de un conjunto idóneo de incentivos que impulsen a una conducta adecuada es realmente una cuestión delicada y la premura podría generar resultados no deseados.

Esta última observación también es aplicable a las lecciones que pueden extraerse de la segunda crisis, la de Argentina. Aparte de algunas conclusiones obvias sobre cómo no debe hacerse frente a una crisis, cabe destacar que la principal lección de este caso tampoco es nueva. La pasividad ante situaciones insostenibles incrementa sustancialmente los costes finales, lo que plantea la posibilidad de introducir nuevos sistemas de incentivos, tanto para deudores como para acreedores, que conducirían a un acuerdo consensuado más temprano sobre la necesidad de proceder a una reestructuración de la deuda.

Los deudores reconocerían la realidad con menos reticencia si los costes de hacerlo fueran menores y los beneficios fuesen más tangibles. En teoría, los costes más importantes proceden de los litigios judiciales y de la imposibilidad de acceder en el futuro a los mercados crediticios. Sin embargo, la experiencia reciente muestra que estos costes pueden no ser tan elevados en la práctica. Por el contrario, una reestructuración sería más atractiva materialmente para los prestatarios si fuese acompañada de un acceso más fácil al "dinero nuevo" y si la reestructuración generase beneficios tangibles en términos del futuro servicio de la deuda. Los acreedores mostrarían una mayor predisposición a acceder a una reestructuración temprana si se les convenciera de que es auténticamente necesaria. Es decir, deben reconocer en fechas más tempranas que su única elección en la práctica consiste en decidir si prefieren renunciar a parte del pastel o perderlo todo. Es evidente que la posibilidad de acceso ilimitado a los recursos ajenos impide dicho reconocimiento. Por último, tanto deudores como acreedores debieran, en principio, responder de manera positiva a los procesos que hagan más ordenada la salida de la crisis.

Aunque parece que estos principios generales no suscitan controversias, su traducción a medidas concretas plantea muchos interrogantes. En la actualidad, no existe ninguna metodología generalmente aceptada y suficientemente consistente para determinar en qué momento un país necesita reestructurar su deuda. ¿Implica este hecho que, en la práctica, las decisiones no pueden tomarse sobre la base de un estudio de cada caso por separado? Los acreedores que acaban de sufrir pérdidas no mostrarán demasiada predisposición a prestar nuevamente. ¿Supone esto un mayor papel catalizador del FMI? Por todos es conocida la dificultad de negociar acuerdos de adopción de convenciones internacionales legalmente vinculantes para todos los Estados soberanos. ¿Significa esto que habría que inclinarse por procesos más informales? A estos interrogantes de orden práctico se les pueden sumar muchos otros.

¿Dónde nos encontramos ahora? La opinión generalmente aceptada apunta a que el FMI hace lo correcto al generar expectativas sobre la reducción del volumen de sus préstamos de emergencia futuros a países en crisis. Esto acabaría con las esperanzas de poder aspirar a conseguir todo el pastel. Continuarán existiendo casos en los que se precise mayor financiación de corte discrecional, pero la decisión de poner esas sumas a disposición de los países en crisis implicará probablemente el cumplimiento de unos requisitos más exigentes y transparentes. También debe continuar el trabajo de investigación sobre el *modus operandi* de un procedimiento internacional de reestructuración de quiebras más formal, tarea que se está llevando a cabo en el Fondo, así como bajo los auspicios del G-7 y de otros grupos. Como es probable que estos trabajos tarden bastante tiempo en fructificar en forma de resultados prácticos, también se ha comenzado a analizar de qué forma podrían modificarse los contratos de concesión de crédito tanto actuales como futuros para facilitar la reestructuración ordenada tras una quiebra, incluso cuando hay una gran cantidad de acreedores con los que negociar.

La tercera y más dramática crisis fue la del 11 de septiembre de 2001, cuyas características principales son bien conocidas. La principal lección para la comunidad financiera se refiere a los riesgos operativos generados cuando las instituciones financieras, los mercados y las infraestructuras están muy concentrados geográficamente. Además, es evidente que los riesgos de un colapso masivo y sistémico se multiplican cuando el número de empresas implicadas es reducido pero su cifra de negocios supone un porcentaje muy elevado del total mundial. Frente a las economías de escala y al grado de provisión de muchos servicios financieros, no sería fácil invertir esta tendencia a la concentración. Sin embargo, como mínimo debe obligarse a las empresas a equiparse con los sistemas de emergencia necesarios para garantizar la continuidad de las operaciones en caso de crisis. Una segunda lección de importancia es la necesidad de poner en marcha y actualizar de forma regular planes de emergencia, incluidos sistemas de comunicación seguros. Además, estos planes no deberían dar por sentado que son sólo determinadas empresas las que podrían verse afectadas por una crisis, sino que hay que tener en cuenta que toda una serie de sociedades podría verse afectada al mismo tiempo. En tales circunstancias, es fundamental la

existencia de sistemas de emergencia que garanticen el mantenimiento de la comunicación entre las mismas.

Convertir las enseñanzas de las últimas crisis en recomendaciones prácticas de política monetaria es una cosa. Llevarlas a cabo es otra, especialmente si tenemos en cuenta la necesidad de compromiso político tanto a escala nacional como internacional. La capacidad de recuperación demostrada hasta ahora por el sistema financiero mundial avala los buenos resultados obtenidos tras los esfuerzos realizados en este ámbito en el pasado. Sin embargo, esto no debe hacernos perder de vista la necesidad de nuevas medidas de política monetaria, si pretendemos asegurar un nivel adecuado de estabilidad económica y financiera en un mundo cada vez más complejo.