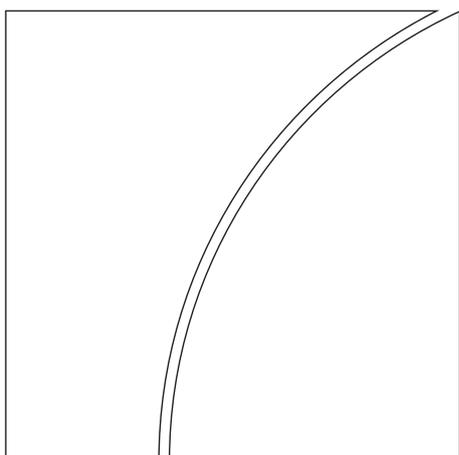




BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES



73° Informe Anual

1 de abril de 2002–31 de marzo de 2003

Basilea, 30 de junio de 2003

Las publicaciones pueden obtenerse en:

Bank for International Settlements
Press & Communications
CH-4002 Basilea, Suiza

E-mail: publications@bis.org

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

© *Banco de Pagos Internacionales, 2003. Reservados todos los derechos.*

Se permite la reproducción o traducción de breves extractos, siempre que se indique su procedencia.

ISSN 1560-3024 (versión impresa)

ISSN 1682-7740 (en línea)

ISBN 92-9131-507-9 (versión impresa)

ISBN 92-9197-507-9 (en línea)

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: una inquietante debilidad por superar	3
Moderación del crecimiento mundial e influencia de factores financieros	5
El mantenimiento de la estabilidad financiera y la influencia de las políticas públicas	9
II. Evolución de las economías industrializadas avanzadas	14
Aspectos más destacados	14
La recuperación mundial en 2002	15
<i>Crecimiento decepcionante a pesar de las políticas de apoyo</i>	15
<i>La inversión empresarial no se recuperó</i>	16
<i>Fuerte gasto de los hogares</i>	17
Las perspectivas mundiales	18
<i>Una expansión desigual pero gradual</i>	18
<i>Balances del sector privado</i>	19
<i>Perspectivas a más largo plazo</i>	21
<i>Moderadas perspectivas de crecimiento a más largo plazo en Alemania</i>	23
La inflación	26
<i>Evolución reciente</i>	26
<i>Perspectivas</i>	26
<i>¿Riesgos de deflación?</i>	27
<i>Márgenes de beneficios y poder de fijación de los precios de las empresas</i>	31
El debate fiscal	33
La evolución del comercio y de la cuenta corriente	36
<i>Tendencias recientes del ahorro mundial</i>	37
<i>Perspectivas a corto plazo</i>	38
III. Evolución de las economías de mercado emergentes	41
Aspectos más destacados	41
Evolución de la balanza de pagos	43
Asia	45
<i>Una explicación de la desinflación y de la deflación</i>	47
<i>Crecimiento de la demanda interna en Asia</i>	48
<i>¿Límites al gasto de los hogares financiado mediante crédito?</i>	51
<i>La evolución del papel de China</i>	52

América Latina	55
<i>Evolución económica reciente</i>	55
<i>Sostenibilidad de la deuda y ajuste fiscal</i>	56
<i>Los retos para controlar la inflación</i>	59
Europa central y oriental	62
<i>Sostenibilidad de la evolución reciente</i>	64
<i>Desafíos de la adhesión a la UE</i>	67
África y Oriente Medio	68
IV. La política monetaria en los países industrializados avanzados	71
Aspectos más destacados	71
Repaso de los acontecimientos	71
<i>Estados Unidos</i>	71
<i>La zona del euro</i>	74
<i>Japón</i>	77
<i>Países con un objetivo de inflación</i>	79
El riesgo de deflación y sus implicaciones	82
<i>Problemas de la deflación</i>	83
<i>Antecedentes históricos</i>	84
<i>Enseñanzas que se pueden extraer de la experiencia pasada</i>	86
<i>Hacer frente a la deflación</i>	88
<i>Tácticas para evitar la deflación</i>	89
<i>Tácticas para combatir la deflación</i>	89
<i>Posibles retoques al marco de la política monetaria</i>	92
V. Los mercados de divisas	94
Aspectos más destacados	94
El dólar, el euro y el yen	94
<i>Acontecimientos principales</i>	95
<i>Factores determinantes</i>	97
Evolución de otros mercados de divisas	102
<i>Las monedas de los países industrializados</i>	102
<i>Las monedas de los mercados emergentes</i>	104
Dinámica de la cuenta corriente y evolución del tipo de cambio	106
<i>Ajustes de los déficit por cuenta corriente en los países industrializados desde 1973</i>	107
<i>El cambio de tendencia del déficit por cuenta corriente de EEUU en 1987</i>	109
<i>La situación actual en Estados Unidos</i>	111
VI. Los mercados financieros	114
Aspectos más destacados	114
Las curvas de rendimientos y el panorama macroeconómico	115
<i>Cambios en las expectativas</i>	115
<i>Preocupación por los bajos rendimientos</i>	117
Los mercados bursátiles	119
<i>Información y aversión al riesgo</i>	120
<i>Compañías de seguros y bancos</i>	121
<i>Las valoraciones y el lento estallido de una burbuja</i>	122
Los mercados de crédito	123
<i>Un verano de conmociones</i>	123
<i>Los prestatarios empresariales empezaron a sanear sus balances</i>	127
<i>Derivados del crédito e integración de los mercados</i>	130

Financiación de la deuda externa para los mercados emergentes	132
<i>Fuentes de contagio</i>	133
<i>La banca se orientó hacia prestatarios con mejor calificación</i>	134
El enigma de los precios de la vivienda	136
VII. El sector financiero	140
Aspectos más destacados	140
La economía y el comportamiento de las instituciones financieras	141
<i>Bancos comerciales</i>	142
<i>Compañías de seguros</i>	147
Factores de recuperación	149
<i>Factores cíclicos</i>	149
<i>Factores estructurales</i>	152
Vulnerabilidades	157
<i>Riesgos cíclicos</i>	157
<i>Otros riesgos</i>	160
Múltiples canales de financiación y capacidad de reacción del sector financiero	162
VIII. Conclusión: hacia un crecimiento mundial más equilibrado	166
Horizonte de oportunidades y vulnerabilidades	168
Políticas para lograr la estabilidad monetaria y financiera	175
<hr/>	
Actividades del Banco	183
Fomento de la cooperación internacional: contribución directa del BPI	183
<i>Consultas periódicas sobre cuestiones monetarias y financieras</i>	183
<i>Otras áreas de cooperación entre bancos centrales fomentadas por el BPI</i>	185
<i>Oficina de Representación para Asia y el Pacífico</i>	189
<i>Oficina de Representación para las Américas</i>	190
<i>Instituto para la Estabilidad Financiera</i>	190
Fomento de la estabilidad financiera a través de los comités permanentes	192
<i>Comité de Supervisión Bancaria de Basilea</i>	192
<i>Comité sobre el Sistema Financiero Global</i>	195
<i>Comité de Sistemas de Pago y Liquidación</i>	196
<i>Comité de los Mercados</i>	197
<i>Grupo de Bancos Centrales para la Lucha contra la Falsificación</i>	197
Contribución del BPI a una cooperación financiera internacional más amplia	197
<i>El Grupo de los Diez</i>	198
<i>Foro sobre la Estabilidad Financiera</i>	198
<i>Asociación Internacional de Supervisores de Seguros</i>	200
<i>Asociación Internacional de Aseguradores de Depósitos</i>	201
Servicios financieros del Banco	202
<i>Operaciones del departamento bancario</i>	202
<i>Funciones de agente y fideicomisario</i>	204
Beneficios netos y su distribución	205
<i>Beneficios netos en el ejercicio financiero</i>	205
<i>Distribución de los beneficios netos en el ejercicio financiero</i>	206
<i>Distribución del ajuste en las reservas del ejercicio anterior</i>	207
<i>Informe de los auditores</i>	207

	Página
Cuestiones institucionales	207
<i>Enmiendas a los Estatutos del Banco</i>	207
<i>Cambio de la unidad de cuenta del Banco</i>	207
<i>Política presupuestaria</i>	210
<i>Políticas retributivas del BPI</i>	211
<i>Cambios en la composición del Consejo de Administración</i> <i>y de la Alta Dirección del Banco</i>	212
Balance de situación y Cuenta de pérdidas y ganancias	213
Consejo de Administración	243
Alta dirección del Banco	244
Bancos centrales miembros del BPI	245

Los capítulos del Informe original (en inglés) se enviaron a la imprenta entre el 2 y el 11 de junio de 2003.

Índice de gráficos (*) y cuadros

Página

Evolución de las economías industrializadas avanzadas

Crecimiento e inflación	14
Tipo de interés real, resultado fiscal estructural y brecha del producto*	15
Comparación del ciclo más reciente con los anteriores*	16
Endeudamiento por sectores*	20
Ahorro y patrimonio neto de los hogares, 1980–2002*	21
Indicadores económicos de Alemania*	25
Evolución del mercado del petróleo*	27
Inflación e incertidumbre*	28
Previsión de la inflación de los precios de consumo*	29
Inflación en la zona del euro: volatilidad histórica y geográfica*	30
Participación de los beneficios*	31
Costes laborales unitarios, productividad y beneficios	32
Indicadores fiscales y el ciclo coyuntural	33
Producto, comercio y precios mundiales*	36
Balanza de pagos de las tres principales zonas económicas	37
Balanzas por cuenta corriente, ahorro y PIB	37
Saldos financieros netos por sectores en Estados Unidos*	39

Evolución de las economías de mercado emergentes

Exportaciones*	41
Crecimiento de la producción, inflación y balanza por cuenta corriente	42
Balanza de pagos de las economías emergentes	43
Diferenciales de los bonos y deuda externa*	45
Asia: demanda interna (DI) y exportaciones netas (EXN)	46
Asia: resultados fiscales de los Gobiernos centrales*	48
Indicadores de deuda	49
Asia: tipos de interés y tipos de cambio reales	50
Exportaciones de Asia y entradas de IED en la región asiática*	53
Importaciones de EEUU y de China procedentes de Asia*	55
América Latina: resultados fiscales de los Gobiernos centrales*	58
América Latina: precios de consumo y tipos de cambio*	60
América Latina: tipos de interés y tipos de cambio reales	61
América Latina: crédito interno al sector privado*	62
Europa central y oriental: crecimiento del PIB y su desglose*	63
Criterios de convergencia de la UEM	68
Crecimiento de la producción e inflación en África y Oriente Medio	69

La política monetaria en los países industrializados avanzados

Indicadores económicos de Estados Unidos*	72
El nuevo programa de ventanilla de descuento de EEUU y el tipo de interés de los fondos federales*	74
Indicadores económicos de la zona del euro*	75
Tipo de interés oficial y reglas de política monetaria en la zona del euro*	76
Indicadores económicos de Japón*	77
Agregados monetarios y crediticios en Japón*	78

Inflación y tipos de interés oficiales en los países con objetivos de inflación explícitos*	80
Frecuencia de la deflación efectiva, T1 1960–T4 2002	82
Deflación y tipos de interés desde una perspectiva histórica (1860–1913)*	85
Dinámica de la deflación, el producto y los precios de las acciones*	86
Episodios de deflación en 2002	87
Demanda de dinero en Japón (1985–2002)*	90

Los mercados de divisas

Tipos de cambio efectivos nominales del dólar, el euro y el yen*	95
Tipos de cambio, volatilidades implícitas y risk reversals del dólar, el euro y el yen*	96
Distribuciones de probabilidad del dólar frente al euro y al yen*	96
Movimientos de inversión de cartera entre las tres principales economías*	98
Tipos de cambio y diferenciales entre los tipos de interés*	99
Déficit por cuenta corriente de EEUU y su financiación*	100
Posición inversora internacional y renta netas de las tres principales economías*	100
Variaciones anuales de las reservas de divisas oficiales	101
Tipos de cambio de otros países industrializados*	103
Tipos de cambio en las economías de mercado emergentes*	105
Volatilidad de los tipos de cambio	106
Ajustes de la cuenta corriente y dinámica de los tipos de cambio*	108
Ajustes de la cuenta corriente y cuentas de la renta nacional*	109
Crecimiento real, depreciación del tipo de cambio y balanza comercial de EEUU	110
Déficit por cuenta corriente de EEUU y correlación con el dólar de EEUU	112

Mercados financieros

Curvas a plazo de los <i>swaps</i> *	116
Datos macroeconómicos y previsiones de crecimiento*	117
Tipos de interés a largo plazo*	118
Mercados bursátiles*	119
Anuncios de beneficios y aversión al riesgo*	120
Burbuja en los mercados bursátiles*	123
Diferenciales y rendimientos de los bonos de empresas*	124
Calidad crediticia de las empresas*	125
Valoración del riesgo de incumplimiento de las empresas*	125
Reducción del endeudamiento de las entidades no financieras*	128
Diferenciales crediticios en torno a los máximos de la deuda empresarial*	129
<i>Swaps</i> de incumplimiento crediticio por tipos de cláusula de reestructuración	131
Diferenciales de bonos de algunos mercados emergentes*	133
Calidad de los créditos de las carteras de préstamos de los bancos a mercados emergentes*	135
Actividad local de los bancos extranjeros en los mercados emergentes*	136
Precios de la vivienda y tipos de interés en torno a los máximos en las bolsas	138
Variación de los tipos de interés y lapso entre los máximos de los precios de las acciones y los de la vivienda*	139

El sector financiero

Tasas de incumplimiento mundiales en un año*	141
Medidas del riesgo de incumplimiento basadas en el mercado*	142
Rentabilidad de los principales bancos	143

Indicadores de actividad de la banca de inversión*	143
Crecimiento del crédito*	144
Precios relativos de las acciones bancarias*	144
Tasas de morosidad*	145
Coeficientes de capital regulador*	146
Compañías de seguros: carteras de acciones y resultados*	148
Calificaciones crediticias de las compañías de seguros*	148
Tasas de eliminación de préstamos incobrables en los bancos comerciales de EEUU*	150
Precios del sector inmobiliario	151
Mercados de inmuebles comerciales públicos*	152
Préstamos bancarios y financiación a través de mercados de capital*	152
Créditos sindicados en EEUU	154
Mercados de transferencia del riesgo de crédito*	154
Posiciones en derivados de crédito	156
Préstamos sindicados mundiales a prestatarios no financieros	157
Exposición crediticia de los bancos frente al sector inmobiliario*	160
Medidas de concentración en líneas de productos financieros	163

Convenciones utilizadas en este Informe

izda., dcha.	escala de la izquierda, escala de la derecha
...	no disponible
.	no aplicable
dólar	dólar de Estados Unidos, a menos que se especifique lo contrario

Los totales pueden no ser iguales a la suma de sus componentes debido a los redondeos

73° Informe Anual

*presentado a la Asamblea General Anual
del Banco de Pagos Internacionales
reunida en Basilea el 30 de junio de 2003*

Señoras y señores:

Me complace presentarles el 73° Informe Anual del Banco de Pagos Internacionales, correspondiente al ejercicio financiero que se cerró el 31 de marzo de 2003.

Los beneficios netos del ejercicio ascendieron a 362,0 millones de francos oro, frente a los 268,5 millones de francos oro correspondientes al ejercicio anterior. La cifra del ejercicio anterior se ha modificado con el fin de reflejar las enmiendas a las prácticas contables llevadas a cabo en las cuentas del presente ejercicio. Pueden verse los pormenores de los resultados del ejercicio 2002/03 en la sección titulada "Beneficios netos y su distribución", que figura en las páginas 205–6 del presente Informe. Las prácticas contables modificadas y sus repercusiones financieras se recogen en las notas 2 y 3 a las cuentas en las páginas 218–22.

El Consejo de Administración recomienda que, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 51 de los Estatutos del Banco, la Asamblea General destine la suma de 68,7 millones de francos oro al pago de un dividendo de 400 francos suizos por acción.

El Consejo recomienda asimismo que se transfieran 29,3 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 261,0 millones de francos oro, al fondo de reserva libre.

De aprobarse estas propuestas, el dividendo del Banco para el ejercicio financiero 2002/03 será pagadero a los accionistas el 7 de julio de 2003.

Basilea, 11 de junio de 2003

MALCOLM D KNIGHT
Director General

I. Introducción: una inquietante debilidad por superar

La evolución económica en torno al pasado año ha estado marcada por la decepción. Las interacciones de diversos avatares en los ámbitos geopolíticos, económicos y financieros limitaron el crecimiento y generaron una gran incertidumbre de cara al futuro. La recuperación de la economía mundial mostró síntomas de paralización. En la práctica, durante la mayor parte del periodo analizado, las noticias empeoraron en lugar de mejorar, lo que sorprendió a muchos observadores, dado el fuerte estímulo que las políticas económicas aplicaron en numerosas regiones. De hecho, esta pauta de expectativas incumplidas ha sido la norma durante al menos los dos últimos años, situación que solió justificarse por la aparición de acontecimientos inesperados, tales como el caso Enron y otros escándalos empresariales, el impacto del 11 de septiembre de 2001 y, aunque con una mejor anticipación, la crisis de Argentina. El periodo analizado, que finalizó en abril de 2003, no ha sido una excepción. Los principales motivos que han frenado la inversión empresarial en todo el mundo parecen haber sido la incertidumbre asociada a la guerra en Iraq e incluso la propagación del síndrome respiratorio agudo grave (SARS).

La guerra en Iraq ha propiciado un panorama inquietante. En un primer momento, se trataba de dilucidar si la guerra tendría lugar o no y cuáles serían sus repercusiones sobre los precios del petróleo. Después, el interrogante pasó a ser el momento en que comenzaría el conflicto. Más tarde, el interés se centró en el modo en que se conduciría éste y en cómo se daría por terminado. Las respuestas a todas estas cuestiones llegaron más rápido de lo que muchos esperaban, si bien todavía persisten otras incertidumbres políticas al respecto, que podrían ser más difíciles de esclarecer. Incluso antes de estos recientes acontecimientos, ya existían algunas tensiones internacionales que amenazaban el avance en ámbitos tan cruciales como la ronda Doha de negociaciones comerciales y la reforma del sistema financiero mundial. Asimismo, el reciente debilitamiento del dólar estadounidense ha puesto aún más de relieve las incertidumbres derivadas de los desequilibrios de ahorro internacionales y las fórmulas más adecuadas que podrían utilizar los distintos países para contribuir a su erradicación.

Con todo, a medida que las esperanzas puestas en la economía mundial se han ido convirtiendo una y otra vez en decepciones, se ha empezado a prestar atención a la posibilidad de que existan fuerzas más enraizadas. La evolución de la economía de Estados Unidos impulsó el crecimiento mundial desde principios de la década de los 90. En gran medida, ello se debió a que Japón y Alemania no realizaron con éxito los ajustes estructurales

necesarios para afrontar, el legado de la burbuja de los activos y la reunificación respectivamente. Sin embargo, puede afirmarse de forma retrospectiva que la expansión económica de finales de los años 90 en Estados Unidos también produjo sus propios excesos, en términos de unas previsiones de beneficios demasiado optimistas, un rápido crecimiento del crédito y de los precios de los activos y unos balances corporativos sobredimensionados. Estos desequilibrios, especialmente en el sector empresarial, fueron vientos de proa para la recuperación de la economía estadounidense. Además, dados los crecientes vínculos entre las economías que operan en el ámbito internacional a través del comercio y de los mercados financieros, por no mencionar los efectos compartidos de la confianza, parece que otros países también se han visto afectados de forma considerable. Al permanecer esquivos los beneficios, las multinacionales europeas que habían invertido con fuerza en Estados Unidos recortaron sus inversiones en todas partes. En términos más generales, la necesidad de llevar a cabo ajustes para adaptarse a las caídas sin precedentes registradas en los mercados bursátiles —con un descenso desde los máximos de marzo de 2000 hasta los niveles actuales que representa aproximadamente dos quintas partes del PIB mundial actual— supuso otro motivo de freno para la economía mundial. Los países con economías de mercado emergentes también se vieron afectados: en Asia principalmente a través de una merma del comercio de bienes de alta tecnología y en América Latina, por una caída transitoria de los flujos de entrada de capitales.

Si fue desafortunado el hecho de que las expectativas más optimistas de crecimiento no se cumplieran, podría calificarse de afortunado que sucediese un tanto de lo mismo con las previsiones más pesimistas. En contra de lo que algunos observadores temían, el débil crecimiento económico no llegó a interactuar con los problemas derivados de la reciente “burbuja” hasta el punto de amenazar gravemente la fortaleza del sistema financiero internacional. A pesar de que una serie de perturbaciones erosionó tanto el capital como la confianza, no se produjo la quiebra de ninguna institución financiera importante. La ausencia reciente de dificultades significativas en el funcionamiento de los principales mercados financieros ha sido un hecho igualmente positivo. Dicho esto, ha quedado asimismo patente el endurecimiento de las condiciones crediticias en algunas jurisdicciones, viéndose particularmente afectado el mercado estadounidense de bonos de alto rendimiento. También creció el temor a que algunas compañías de seguros y fondos de pensiones que habían quedado debilitados se mostrasen menos dispuestos a asumir riesgos en sus inversiones futuras. Mientras que ambas circunstancias probablemente implican una vuelta con cierto retraso a una mayor prudencia, sus efectos restrictivos sobre la disponibilidad de crédito no pueden ser beneficiosos en la coyuntura actual. En este ámbito, al igual que en muchos otros, como son la restricción fiscal, la dotación de provisiones para insolvencias crediticias, la modificación de los tipos de cambio, las reformas estructurales y los paradigmas de política económica, la incapacidad de introducir los cambios necesarios en los momentos oportunos siempre lleva aparejados costes.

Las expansiones fiscales y las reducciones (a veces pronunciadas) de los tipos de interés oficiales observadas en muchos de los países industrializados han contribuido, sin duda, a la capacidad de reacción que ha mostrado hasta ahora el sistema financiero. Esta circunstancia también ha permitido atemperar la reducción de las entradas de capital en una serie de economías de mercado emergentes que aún dependen de estos flujos para financiar sus déficit por cuenta corriente. Sin embargo, otra posible causa de esta capacidad de reacción mostrada por el sistema financiero internacional podría estribar en los esfuerzos sustanciales realizados a lo largo de los años con el objeto de mejorar la infraestructura en que se asienta, así como de fomentar la diversidad de las fuentes de financiación.

Moderación del crecimiento mundial e influencia de factores financieros

A principios de 2002, el crecimiento de la economía de Estados Unidos se recuperaba satisfactoriamente de la recesión previa, lo cual resulta coherente con el fuerte tono expansivo de las políticas fiscal y monetaria aplicadas. Con todo, y de forma poco habitual, el crecimiento ha tendido desde entonces a moderarse más que a acelerarse. Además, la naturaleza de la recuperación ha sido, en todos sus aspectos, tan atípica como la que caracterizó a la brusca caída de los beneficios y de la inversión de la que vino precedida. El consumo, cuya inusual fortaleza ha contribuido a hacer de esta desaceleración la recesión más suave de la posguerra, mantuvo su vigor durante la mayor parte de 2002, antes de empezar a mostrar signos de debilidad hacia finales del año. Por el contrario, la atonía de la inversión empresarial continuó durante todo el periodo, a pesar de que el riguroso recorte de los costes logró mantener elevado el crecimiento de la productividad, situar la participación de los beneficios en el PIB en niveles más normales y reducir sustancialmente las necesidades de financiación externa de las empresas.

La creciente influencia de los factores financieros en las decisiones de gasto en Estados Unidos se hizo más evidente durante el periodo analizado, aun cuando el sector empresarial y el de los hogares respondieron de forma notablemente diferente. En el sector empresarial, la principal preocupación fue la reestructuración de los balances a la vista de los niveles históricamente elevados de deuda. Esto produjo tanto recortes de los gastos en inversión como reducciones de la deuda pendiente en la medida de lo posible. El proceso de consolidación también fue coherente con las condiciones demandadas en los mercados financieros, que continuaron siendo muy exigentes. Las acusadas y persistentes caídas de los precios de las acciones y unos diferenciales de los bonos muy elevados (aunque con recientes estrechamientos) hicieron que solamente los créditos de alta calidad pudieran beneficiarse de las reducciones previas de los tipos de interés oficiales. El hecho de que el dólar estadounidense cayera finalmente en términos efectivos, reflejando tanto los menores tipos de interés como la creciente inquietud acerca del déficit comercial de ese país, dio un cierto impulso a la repatriación de beneficios. Sin embargo, este flujo no pudo en ningún

caso contrarrestar el pesimismo empresarial subyacente derivado de la preocupación por el estado de los balances empresariales y de la incertidumbre acerca de la situación política mundial.

Cabría esperar que estas difíciles condiciones financieras también hubiesen frenado el gasto de los hogares. En realidad, el gasto de los hogares estadounidenses conservó su vigor, lo cual resulta paradójico puesto que las encuestas indicaban una menor confianza de los consumidores. Los bienes de consumo duradero y los servicios destinados a la vivienda se vieron particularmente favorecidos, puesto que ambos se beneficiaron de los menores tipos de interés oficiales, así como de factores financieros especiales. La disposición de los fabricantes de bienes de consumo duradero a conceder financiación a un tipo de interés cero, a costa de sus propios beneficios, ayudó a impulsar sobre todo las ventas de automóviles. Aún más significativo fue el efecto combinado de unos menores tipos hipotecarios, subidas del precio de la vivienda y reducciones de los costes de transacción, lo que condujo a un proceso de refinanciación masiva de los préstamos hipotecarios de los consumidores. Aunque parte de los fondos así obtenidos se utilizó para cancelar préstamos al consumo más onerosos, otra parte sustancial se dedicó a financiar más consumo o a llevar a cabo transacciones en el mercado inmobiliario. Puesto que esta última tendencia reforzó la presión alcista sobre los precios de la vivienda, es posible que dicho proceso haya desarrollado en alguna medida una dinámica propia. Además, en los últimos años se ha venido observando un fenómeno similar que refleja la mayor disponibilidad de crédito en el Reino Unido y Australia, así como en una serie de países asiáticos y en otros países de Europa continental. Aunque la deuda de los hogares estadounidenses continuó aumentando durante el periodo analizado, este hecho no ocasionó una clara respuesta preventiva por parte de los consumidores. Los costes del servicio de la deuda se mantuvieron relativamente reducidos, a pesar de que el cociente entre deudas y activos aumentó de forma significativa, debido básicamente a la caída de los precios de las acciones.

En Japón, y especialmente en Europa continental, el crecimiento efectivo tampoco alcanzó las previsiones iniciales. Sin embargo, la decepción en estas regiones fue incluso mayor, puesto que se consideraba que en Europa apenas persistían algunos de los desequilibrios existentes en Estados Unidos relacionados con el auge anterior, al tiempo que Japón ya había vivido muchos años de auténtico estancamiento. La conducta prudente del sector empresarial en estas regiones no fue muy distinta de la observada en Estados Unidos y obedeció básicamente a motivos similares, a saber, escasos beneficios y elevados niveles de deuda. La principal divergencia con respecto al caso estadounidense se registró más bien por el lado del consumo, puesto que los patrones de gasto de los hogares de Europa continental y Japón no difirieron mucho de los observados en ciclos anteriores. Mientras que en 2002 el precio de la vivienda aumentó incluso más rápido en varios países de Europa continental que en Estados Unidos, parece que no existía ni el deseo ni los medios prácticos para convertir este aumento del patrimonio inmobiliario en un mayor gasto.

Resulta difícil atribuir a las políticas macroeconómicas la persistente atonía del crecimiento económico en Japón y en los mayores países de Europa, especialmente en Alemania. Esas políticas han sido por lo general acomodaticias durante el periodo analizado, si bien no en exceso. Por el contrario, la evidencia apunta más hacia la existencia de debilidades estructurales en los mercados de trabajo, de bienes e incluso financieros. En Alemania, por ejemplo, la tasa de desempleo aumentó el pasado año al revertirse parcialmente las reducciones previas de la “brecha impositiva” que afectan al empleo. Al mismo tiempo, la inversión se desplomó hasta llegar a mínimos históricos de posguerra, en el contexto de una nueva caída de la participación de los beneficios empresariales en la renta nacional. Además, en Japón y en muchos países europeos, la desregulación no se produjo a un ritmo lo suficientemente rápido como para permitir una reasignación adecuada del trabajo a la vista de la actual competencia internacional. Durante el pasado año, apenas se relajó levemente la presión que vienen sufriendo desde hace mucho tiempo los precios y los beneficios de los sectores productores de bienes, la cual podría perfectamente intensificarse tras la entrada de China en la OMC. Por último, parece que las instituciones financieras de Japón y Alemania endurecieron el año pasado las condiciones de acceso al crédito, lo cual afectó en especial a las decisiones de inversión de las pequeñas y medianas empresas. Por un lado, esta tendencia podría interpretarse como una respuesta positiva al eterno problema de la persistente infravaloración de los préstamos arriesgados concedidos a las empresas. Por el otro, sería demasiado benévolo afirmar simplemente que este cambio de conducta tuvo lugar en un momento inoportuno.

Dadas las dificultades por las que atravesaron los principales países industrializados, quizá sorprenda la velocidad a la que crecieron los países con economías de mercado emergentes y aquellos con economías en transición. Durante buena parte del periodo, América Latina sufrió los efectos de las convulsiones de los mercados financieros internacionales, pero también las repercusiones de problemas internos que redujeron las entradas de capitales. La depreciación de las monedas, la recesión y la inflación amenazaron a la región de forma simultánea. Afortunadamente, con el paso del tiempo, el compromiso del nuevo presidente brasileño con unas políticas macroeconómicas prudentes, el fin de una importante huelga en Venezuela y los síntomas de recuperación en Argentina posibilitaron una atmósfera regional más optimista. Una mayor confianza en la eficacia de los esfuerzos de ajuste, el apoyo en muchos casos del FMI a dichos esfuerzos y la mayor demanda de los inversionistas de deuda emitida en las economías emergentes tendieron a estrechar los diferenciales de la deuda soberana, los cuales, sin embargo, continuaron a menudo en niveles incómodamente elevados.

En Asia y Europa central y oriental, el crecimiento se mantuvo bastante intenso durante el periodo analizado, reflejando factores de índole tanto externa como interna. Los países asiáticos aprovecharon una mayor expansión del comercio dentro de la región, donde la presencia de China es cada vez mayor, mientras que los países europeos con economías en transición lograron diversificar sus mercados de exportación. En ambas

regiones, las entradas de capital se mantuvieron en un nivel lo suficientemente elevado como para plantear dilemas de política económica, que sólo despejaron parcialmente las intervenciones oficiales y los sustanciales incrementos de las reservas de divisas. Como efecto secundario de estas actuaciones, el sector oficial también terminó realizando una importante contribución a la financiación del creciente déficit de la balanza por cuenta corriente de Estados Unidos. Afortunadamente, en ambas regiones también se llevaron a cabo importantes esfuerzos encaminados a estimular la demanda interna, con el fin de empezar a corregir ese desequilibrio externo y fomentar el crecimiento. Al contrario que en América Latina, una serie de países de estas regiones contaba con credibilidad suficiente para permitir a sus autoridades económicas aplicar unas políticas fiscales y monetarias más expansivas. Asimismo, en algunos casos los cambios estructurales contribuyeron a una notable expansión del crédito concedido a los hogares para financiar las compras de bienes de consumo duradero y de vivienda. Sin embargo, Corea, el país con mayores avances en este ámbito, también experimentó agitaciones financieras importantes durante la primavera del presente año. Al menos desde la perspectiva del observador externo, esto ha sido una advertencia útil acerca de potenciales peligros inherentes a todos los procesos de reestructuración, particularmente aquellos que involucran al sistema financiero.

La inflación mundial ha permanecido fundamentalmente estable en niveles reducidos durante aproximadamente el último año, aunque los mayores precios de los productos básicos, sobre todo del petróleo, generaron durante algún tiempo preocupación acerca de un repunte de la inflación. En los países industrializados, las tendencias observadas fueron más a la baja que al alza: en Europa se registraron los mayores aumentos de precios, la situación de Japón fue de auténtica deflación y Estados Unidos se situó en una posición intermedia. Un fenómeno generalizado, observado especialmente en los países cuyas monedas se apreciaron, fue la caída de los precios de los bienes o un aumento de éstos muy inferior a la subida de los precios de los servicios. Posiblemente, el incremento de la competencia internacional y de los diferenciales de productividad haya contribuido de manera significativa a esa modificación de los precios relativos y pueda asimismo haber provocado efectos desinflacionarios más generalizados. Un factor esencial que permitió mantener la inflación reducida en los países industrializados fue una mayor consolidación de las expectativas, tras varios años de escasa inflación, de que en el futuro podrían mantenerse perfectamente unas condiciones similares.

La evolución de los precios ha tenido claramente rasgos más contradictorios en los países con economías de mercado emergentes y en aquellos con economías en transición. Los peores resultados se registraron sin lugar a dudas en América Latina. La inflación aumentó vertiginosamente en muchos países y los objetivos explícitos de inflación a menudo no se cumplieron. Aún así, cabe reseñar el hecho de que, a pesar de las importantes depreciaciones de las monedas, no se haya producido un retorno a la hiperinflación, como había sucedido en el pasado. Este resultado siguió, en

parte, pautas que vienen observándose en todo el mundo, pero también reflejó las políticas de apoyo por parte de las autoridades competentes, quienes insistieron en que la inflación debía y podía reducirse. Más positivo aún ha sido el hecho de que, fuera de América Latina, la inflación se haya frenado durante el periodo analizado en la mayoría de los países, incluso en la India, donde el déficit fiscal permaneció elevado.

Al mismo tiempo, en algunos mercados emergentes de Asia se ha producido una nueva tendencia, inoportuna en algunos casos y desconcertante en otros. En cuanto a los primeros, la deflación se agravó en Hong Kong RAE y reapareció en Singapur. En cierta medida, estas evoluciones han sido el resultado de auges precedentes en sus sectores inmobiliario y de alta tecnología respectivamente. Sin embargo, en China, donde no se había producido ningún auge, volvió a observarse deflación, a pesar del sustancial estímulo fiscal aplicado por el Gobierno y de unas tasas de crecimiento del crédito muy elevadas. Una posible explicación podría radicar en los masivos aumentos de la productividad laboral y, por ende, en la capacidad de la oferta como reflejo de la inversión extranjera directa. La decisión de no cerrar empresas públicas por temor a las repercusiones sociales y políticas también contribuyó al exceso de capacidad en muchos sectores.

La aparición de deflación en estos países, así como en Japón, animó un debate sobre la posibilidad de que se produjera deflación en otras regiones y, en caso de producirse, si este fenómeno sería motivo de preocupación. La pausa observada en el ritmo de crecimiento económico estimuló este debate, ya que los actuales niveles de exceso de capacidad amenazaban con aumentar, lo que presionaría a la baja las tasas de inflación ya de por sí bastante reducidas. Estas circunstancias podrían incluso interactuar con otras vulnerabilidades en el sistema financiero, profundizando así el efecto desinflacionario. Todas estas consideraciones de cara al futuro se analizan en los siguientes capítulos y en la Conclusión.

El mantenimiento de la estabilidad financiera y la influencia de las políticas públicas

Dadas las dificultades macroeconómicas por las que atraviesan los países industrializados, quizá no sorprendiera el hecho de que el número de quiebras empresariales y las reducciones de las calificaciones crediticias aumentaran de forma muy acusada el pasado año hasta rebasar los niveles observados durante la última recesión. Este hecho, combinado con la caída de las previsiones de beneficios de las empresas supervivientes, también provocó fuertes pérdidas en las bolsas de valores por tercer año consecutivo. Aun así, y contrastando con estas circunstancias empresariales y con episodios previos de desaceleración económica, el sistema financiero mantuvo, al menos en apariencia, una relativa solidez. En los casos en que comenzaron a aparecer claras muestras de tensión, éstas se limitaron a ciertos sectores y países y dieron la impresión de ser en general manejables.

El principal motivo de satisfacción radicó en la capacidad de reacción de los sistemas bancarios en la mayoría de los países industrializados. Con la

notable excepción de Japón, las pérdidas derivadas de sus relaciones con el sector empresarial y los menores ingresos procedentes de las actividades en los mercados de capitales quedaron compensadas, al menos parcialmente, por unos sólidos beneficios procedentes de sus negocios con los hogares. Este fue particularmente el caso de Estados Unidos, donde la refinanciación de hipotecas y el crédito al consumo generaron elevados volúmenes tanto de intereses netos como de ingresos por comisiones. En Alemania, el panorama fue ligeramente diferente, ya que el número de quiebras empresariales aumentó de forma extraordinariamente brusca y los márgenes financieros crónicamente reducidos fueron incapaces de compensarlas adecuadamente. Aun así, mejoraron los coeficientes de capital de los bancos alemanes, al igual que en muchas otras jurisdicciones, manteniéndose muy por encima de los requerimientos reguladores mínimos. Además, tanto en Norteamérica como en muchos países europeos, continuó el recorte de costes y la diversificación de las fuentes de ingresos. A medida que vaya desapareciendo gradualmente la competencia subvencionada en Europa procedente de las entidades financieras respaldadas por el Estado, los resultados positivos para los beneficios que producen estos esfuerzos de reestructuración deberían verse con mayor claridad.

Al mismo tiempo, los resultados cosechados en otras partes del sistema financiero internacional fueron menos satisfactorios. Siguieron sin solucionarse algunos problemas antiguos, al tiempo que surgieron otros nuevos. Dentro de los primeros, los balances bancarios en Japón y en otros países asiáticos —con la notable excepción de Malasia— continuaron reflejando elevadas proporciones de créditos en mora. Durante el pasado año, tampoco se realizaron progresos definitivos en el diseño, y menos aún en la puesta en práctica, de una estrategia destinada a solucionar los problemas relacionados con la insostenibilidad de la deuda, tanto en el sector empresarial como en el bancario. Las compañías de seguros y los fondos de pensiones constituyeron dos nuevos casos problemáticos. Las entidades europeas en particular, atrapadas previamente en la retórica de la “nueva era” y confrontadas con nuevas presiones competitivas, habían invertido intensamente en renta variable volátil, en lugar de hacerlo en bonos a largo plazo, que son la contraparte natural de sus pasivos contractuales. Muchas compañías de seguros europeas y japonesas también sufrieron las consecuencias de haber emitido pasivos con unas tasas de rendimiento garantizadas relativamente altas. En respuesta a esta situación, algunas de las principales compañías europeas han tomado medidas de recapitalización, han elevado las primas y han comenzado a deshacerse de las líneas de negocio no rentables. Por su parte, los planes de pensiones de casi todo el mundo han recurrido a sus entidades promotoras a fin de solucionar sus problemas de financiación insuficiente. Sin embargo, un efecto colateral adverso de esta situación ha sido la reducción de las expectativas de beneficios y la rebaja de las calificaciones crediticias, que a su vez ha deprimido aún más los precios de las acciones y ha incrementado el grado de insuficiencia de la financiación.

Otro motivo de preocupación durante el periodo analizado estribó en las bruscas fluctuaciones de las expectativas en los mercados financieros y

en la volatilidad de los mismos. Además de las modestas perspectivas de beneficios, un factor que perjudicó a los mercados bursátiles durante 2002 fue el inaudito número de “ángeles caídos”, esto es, empresas con elevadas calificaciones que experimentaron una rápida serie de rebajas de las mismas y que incluso en algunos casos incumplieron sus obligaciones de pago. Junto con los descubrimientos anteriores de irregularidades contables y de otra índole, dichos acontecimientos desorientaron a los inversionistas y les hicieron más reacios a asumir riesgos. Estas percepciones también quedaron de manifiesto en los diferenciales crediticios, que aumentaron vertiginosamente durante gran parte del periodo, alcanzando niveles históricos a finales de 2002. Afortunadamente, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo disminuyeron de forma acusada, situándose en la primavera de 2003 en niveles no observados durante los últimos veinte años. El efecto neto de lo anterior fue un aumento de los costes del endeudamiento inferior a lo que se podría haber esperado. Hacia finales de año, resultó sorprendente, aunque positivo, que los diferenciales crediticios comenzaran a estrecharse, aun cuando otros indicadores de las expectativas del mercado permanecían bastante negativos. Si bien este fenómeno podría haberse debido en parte a la reversión de un proceso previo de sobre-reacción, aparentemente el mercado encontró motivos para creer que los esfuerzos de las empresas para reestructurar sus balances y reducir su vulnerabilidad frente a posibles perturbaciones estaban dando sus frutos.

Factores tanto cíclicos como estructurales pueden explicar el hecho de que el sistema financiero en general, y el sistema bancario en particular, hayan funcionado de forma tan positiva. En muchos países, el factor cíclico más importante quizás fue algo que no llegó a suceder. La reciente desaceleración no vino precedida de un acusado incremento de los préstamos concedidos a actividades con bienes raíces comerciales que, con posterioridad, resultaran ser problemáticos. Por el contrario, dada la debilidad del sector empresarial y de los mercados financieros, los ingresos de las instituciones financieras se vieron respaldados con frecuencia por el auge relativo del mercado de la vivienda residencial y del consumo. A su vez, esta evolución fue en cierta medida consecuencia de la agresiva relajación de la política monetaria en muchas jurisdicciones, que fue posible gracias a la continuidad de los buenos resultados en el frente inflacionario.

Asimismo, hay factores estructurales que han promovido la estabilidad financiera. Las instituciones financieras en general, y los bancos en particular, parecen ser ahora más conscientes de los riesgos que asumen y de la necesidad de gestionarlos con mayor prudencia. Un aspecto relacionado con este proceso ha sido la tendencia a transferir riesgo desde el sistema bancario hacia los mercados financieros y, posteriormente, hacia instituciones financieras no bancarias. Dicha tendencia ha venido impulsada por el rápido crecimiento del mercado de bonos de alto rendimiento, especialmente en Estados Unidos, y por el desarrollo de los mercados europeos de bonos tras la aparición del euro. A fin de transferir el riesgo de crédito a otros inversionistas institucionales, los bancos han utilizado de forma creciente vehículos tales como préstamos sindicados, bonos de titulización de activos,

obligaciones de deuda colateralizadas y *swaps* de incumplimiento crediticio. Hasta la fecha se presume que una mayor dispersión del riesgo de crédito es beneficiosa para la estabilidad. A esto se añade el hecho de que los prestatarios han podido elegir entre un conjunto más diversificado de acreedores, lo cual ayuda a evitar el tipo de problemas de liquidez que en el pasado provocaron con frecuencia insolvencias perturbadoras.

Parte de los méritos de esta evolución relativamente positiva del sistema financiero, además de en el oportuno ajuste de las políticas macroeconómicas, recae en el sector público. A lo largo de muchos años, las autoridades nacionales, junto con las instituciones financieras internacionales y el Foro sobre la Estabilidad Financiera, han tratado resueltamente de perfeccionar los criterios de conducta prudencial dentro del sistema financiero. Durante el periodo analizado, se ha prestado una especial atención a las deficiencias de los fundamentos del mercado que han puesto de manifiesto los recientes escándalos empresariales. Aunque muchas de estas iniciativas se desarrollaron a toda prisa tras los citados acontecimientos, en cualquier caso la mayoría parece haberse diseñado cuidadosamente en estrecha colaboración con los propios participantes en el mercado. Además, aunque el origen y el ámbito normativos de estas iniciativas han sido básicamente nacionales, la redacción de muchas de ellas ha reflejado principios de alto nivel, consensuados en foros internacionales tras intensas consultas. Puesto que tales principios plasman las lecciones extraídas de las recientes experiencias nacionales, este proceso interactivo debería conducir en última instancia a un grado sustancial de convergencia internacional hacia las mejores prácticas.

Un acontecimiento particularmente importante fue la reciente divulgación por parte de la Organización Internacional de Comisiones de Valores de un conjunto de principios sobre la independencia de los auditores (destinados a evitar conflictos de intereses) y sobre la vigilancia pública de las firmas auditoras. Estos esfuerzos tratan de hacer frente a lo que se considera cada vez más una importante debilidad del sector auditor, a saber, la ausencia tanto de liderazgo como de voluntad para acometer su propia reforma a la luz de las deficiencias detectadas en el pasado. También se han realizado avances para alcanzar acuerdos internacionales sobre principios básicos en las áreas de contabilidad y divulgación de información. En el primer ámbito, un importante paso adelante fue la firma del Memorándum de Entendimiento entre las autoridades de Estados Unidos y el International Accounting Standards Board, al objeto de lograr un marco único de normas contables. Otro gran acontecimiento fue la revisión iniciada el pasado año de los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE, con la idea de fortalecer los principios mismos, así como de proporcionar unas orientaciones más exhaustivas acerca de su interpretación, aplicación y exigencia de su cumplimiento en todo el mundo. Por último, se ha ido reconociendo cada día más que los criterios internacionales son necesarios para intentar minimizar los conflictos de intereses inherentes a la industria de servicios financieros en sentido más amplio. Si bien la atención se ha centrado recientemente en la interacción entre los analistas de renta variable y los agentes colocadores de emisiones, es fácil identificar toda una gama de otros posibles conflictos.

Hasta ahora, el sistema financiero internacional ha hecho gala de su capacidad de reacción frente a tensiones económicas que son cada vez más evidentes. Este hecho debería ser motivo de tranquilidad, al igual que deberían serlo los avances realizados para fortalecer los cimientos del sistema financiero. Por supuesto, esa tranquilidad no debería desviar la atención de las autoridades económicas ni impedir que subsanen las deficiencias que aún persisten, ni tampoco debería ocultarles los desafíos venideros. Tal vez existan tensiones significativas en el sistema financiero, pero todavía no hayan sido descubiertas. No puede predecirse con seguridad cuáles serán los efectos financieros de un periodo prolongado de lento crecimiento mundial, especialmente si éste se ve agravado por perturbaciones de carácter político o comercial. Las Conclusiones de este Informe Anual centran su atención en estas consideraciones sobre el futuro, así como en las posibles respuestas de política económica.

II. Evolución de las economías industrializadas avanzadas

Aspectos más destacados

A pesar del significativo estímulo de la política económica en los países industrializados avanzados, el producto apenas experimentó una modesta recuperación en 2002 (véase el Cuadro II.1). El gasto de los hogares siguió resistiendo bien, pero las empresas continuaron reduciendo la inversión. En el primer trimestre de 2003, la demanda fue inesperadamente exigua, aunque es difícil determinar en qué medida esto es atribuible a las incertidumbres geopolíticas y en qué medida a fuerzas más subyacentes que frenan el crecimiento. Los expertos en previsiones coinciden en que la actividad experimentará una modesta recuperación más avanzado el año. Las condiciones creadas por el reciente aumento de los beneficios, el fortalecimiento de los balances de las empresas y los continuos avances técnicos favorecen una recuperación del gasto de capital. Sin embargo la deuda que soportan las familias ha aumentado y el crecimiento del consumo podría desacelerarse. La demanda interna permanece débil en Japón y en Europa, especialmente en Alemania.

Las presiones a la baja sobre los precios de los bienes en todo el mundo han llevado a algunos expertos a manifestar su preocupación por la posibilidad de que se produzca una deflación mundial y a preguntarse por los riesgos que ésta podría entrañar.

Quedan aún otros retos importantes para la política económica. Los déficit fiscales han aumentado recientemente y, a más largo plazo, el

Crecimiento e inflación								
Variación porcentual anual media								
	PIB real				Precios de consumo ¹			
	1991–2000	2001	2002	2003 ²	1991–2000	2001	2002	2003 ²
Países industrializados avanzados	2,5	0,9	1,7	1,7	2,4	2,1	1,5	1,9
Estados Unidos	3,2	0,3	2,4	2,3	2,8	2,8	1,6	2,4
Zona del euro	2,1	1,4	0,8	1,0	2,4	2,4	2,2	2,0
Japón	1,4	0,4	0,3	0,8	0,8	-0,7	-0,9	-0,6
Reino Unido	2,3	2,1	1,8	2,0	3,2	2,1	2,2	2,8
Canadá	2,8	1,5	3,4	2,7	2,0	2,5	2,2	3,1
Australia	3,4	2,7	3,8	3,0	2,2	4,4	3,0	3,0
Otros países ³	2,1	1,3	1,5	1,3	2,1	2,2	1,8	2,1

¹ Para la zona del euro, índice armonizado de precios de consumo; para el Reino Unido, índice de precios al por menor excluidos los pagos de intereses hipotecarios. ² Previsiones de Consensus publicadas en mayo. ³ Dinamarca, Noruega, Nueva Zelanda, Suecia y Suiza.

Fuentes: © Consensus Economics; datos nacionales.

Cuadro II.1

envejecimiento de la población en los países industrializados avanzados presionará al alza el gasto público. Así pues, el diseño de marcos fiscales y la necesidad a medio plazo de un ajuste presupuestario resultan fundamentales. El continuo aumento que han experimentado los desequilibrios por cuenta corriente en los países industrializados desde mediados de los años 90 ha ido acompañado de desplazamientos del ahorro mundial que podrían tener consecuencias en el futuro.

La recuperación mundial en 2002

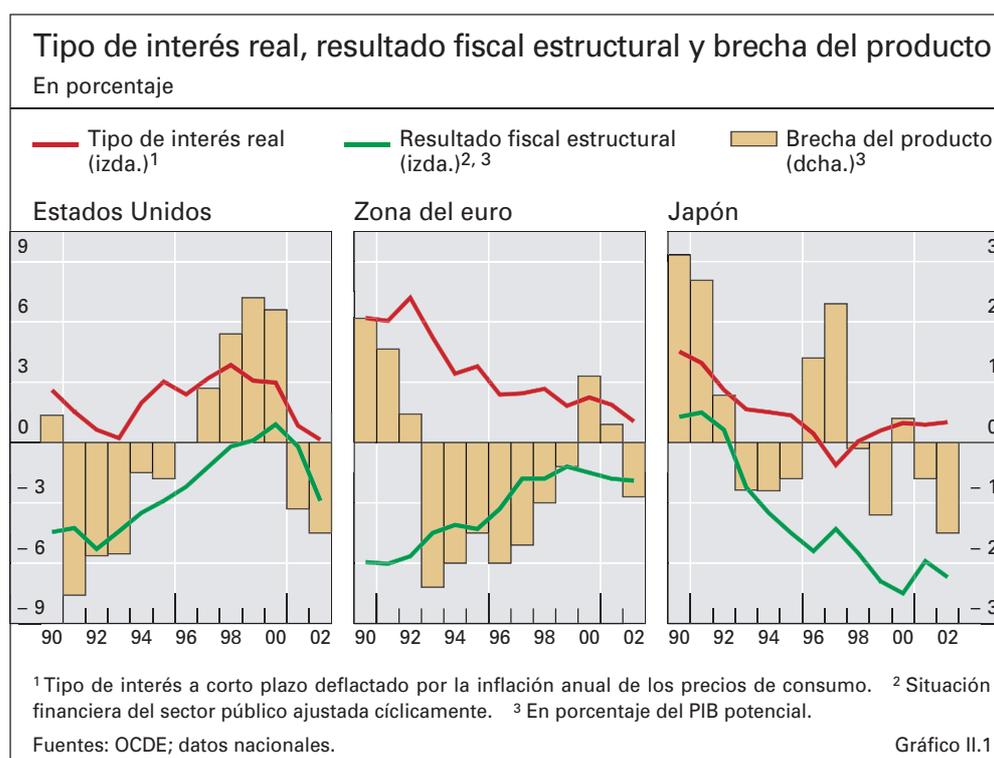
Crecimiento decepcionante a pesar de las políticas de apoyo

La economía mundial perdió fuerza en 2002 ...

En 2002, los países industrializados avanzados se recuperaron tras haber experimentado una desaceleración relativamente leve en 2001. Sin embargo, la economía mundial perdió fuerza rápidamente y terminó el año en una situación de atonía, con las brechas del producto aumentando en la mayoría de las regiones. El crecimiento de la demanda final se desaceleró especialmente en Estados Unidos. Otros países industrializados obtuvieron mejores resultados, siendo especialmente intensa la demanda interna en Australia y, en menor medida, en Canadá. En 2002, la economía japonesa sólo creció moderadamente, a pesar de una notable recuperación de sus exportaciones. En la zona del euro, el crecimiento del producto fue mucho más débil de lo previsto y en Alemania casi se paralizó.

... a pesar del significativo estímulo de la política económica

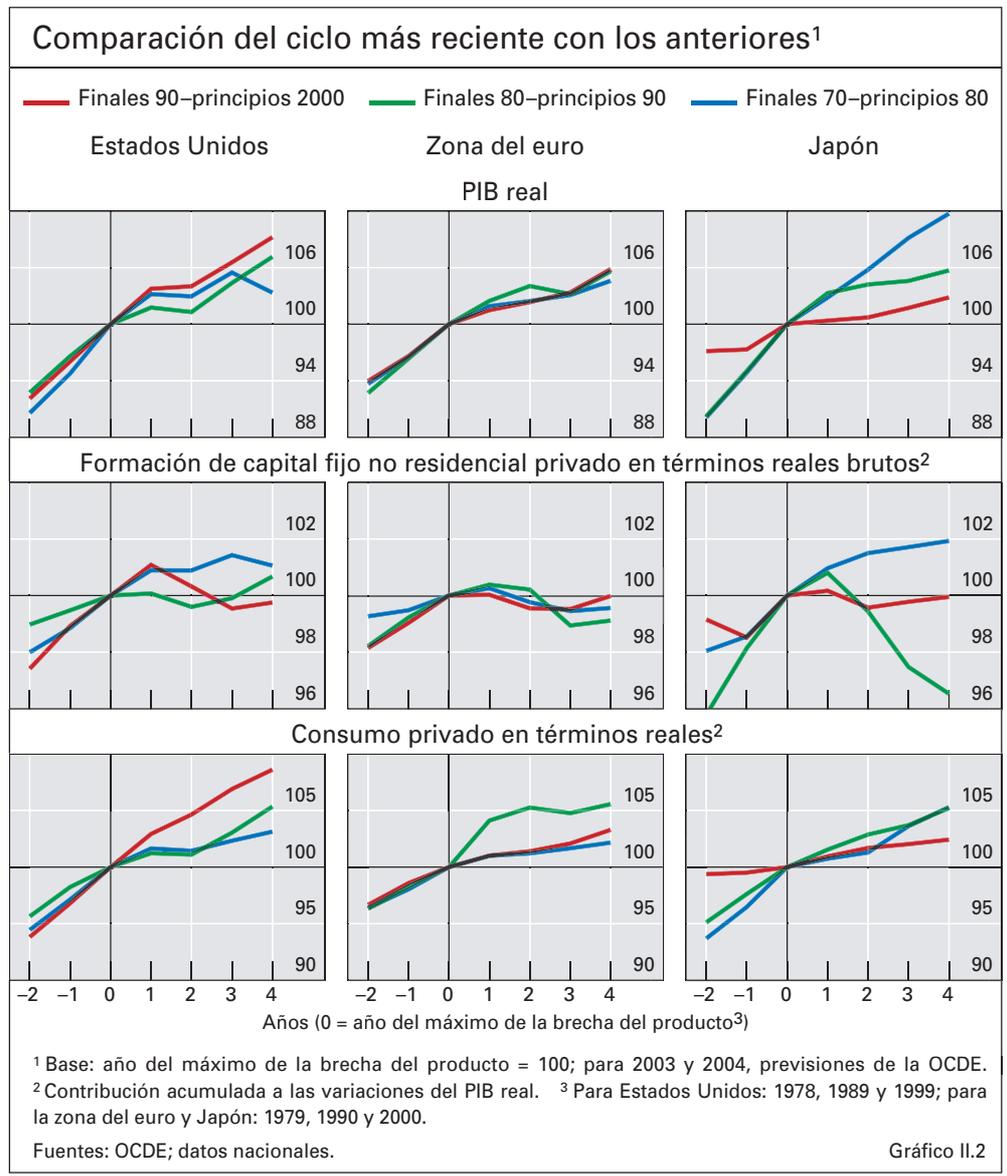
Teniendo en cuenta el significativo estímulo de la política económica, estos resultados fueron especialmente decepcionantes. En Estados Unidos, los tipos de interés oficiales se habían bajado drásticamente y el superávit



fiscal se transformó en un déficit elevado y creciente (véase el Gráfico II.1). En el resto de los países industrializados, la política económica fue menos expansiva. La orientación fiscal fue en general neutral, dejando actuar a los estabilizadores automáticos, pero el uso de medidas discrecionales se vio limitado por la elevada cuantía de la deuda y de los déficit públicos en la zona del euro y, más aún en Japón. La rigidez de la inflación en la zona del euro y el límite inferior cero de los tipos de interés nominales de Japón también redujeron las posibilidades de suavizar la política monetaria (véase el Capítulo IV). En algunos países (especialmente en Australia y Canadá) se endureció la política monetaria debido a la fuerte demanda y a algunas presiones inflacionistas.

La inversión empresarial no se recuperó

La inversión empresarial, que disminuyó en los países industrializados avanzados durante 2002, ha sido extraordinariamente débil (véase el Gráfico II.2). Esta disminución fue en parte una reacción a la expansión



Disminución de la inversión al sanear las empresas sus balances

anterior de la inversión, cuando las expectativas excesivamente optimistas sobre los beneficios provocaron un crecimiento insostenible del crédito y del precio de los activos. La aparición de un considerable exceso de capacidad en varios sectores, especialmente en la industria de las tecnologías informáticas (TI), y las malas perspectivas de ventas redujeron la demanda de nuevo equipo. Además, las empresas tuvieron que sanear sus balances y reponer beneficios tras la caída de los precios de los activos. El aumento de la preocupación por los asuntos relativos al gobierno corporativo, tras varios escándalos relacionados con la divulgación de información financiera en empresas de primer orden y grandes quiebras, mermó aún más la confianza de los inversionistas. La caída de los precios de las acciones, el endurecimiento de las condiciones crediticias y el aumento de los diferenciales de los bonos empresariales también hicieron más difícil que las empresas consiguieran financiación. En algunos de los principales países europeos y en Japón, se limitó ligeramente la oferta de crédito, especialmente para las pequeñas y medianas empresas.

Fuerte gasto de los hogares

Fuerte gasto de los hogares ...

Sin embargo, en 2002 el gasto agregado de los hogares en los países industrializados avanzados se mantuvo a un ritmo relativamente bueno en promedio, a pesar de la considerable disminución de la riqueza financiera de las familias y del empeoramiento del mercado de trabajo. El consumo privado y la inversión en vivienda fueron bastante dinámicos en varias economías, especialmente en Estados Unidos y en el Reino Unido. A esto contribuyó notablemente la sensibilidad de la demanda de los hogares en estos países a los estímulos de la política económica. La orientación fiscal expansiva benefició a las familias, por ejemplo a través de las reducciones tributarias, las subidas salariales para los trabajadores del sector público o el aumento de las prestaciones sociales. Al mismo tiempo, la reducción general de los tipos de interés oficiales y el descenso de los tipos de interés a largo plazo provocaron una considerable caída del coste del crédito. Por ejemplo, en Estados Unidos los tipos de interés medios de los créditos a los hogares bajaron casi 1 punto porcentual en 2002 y las generosas condiciones de financiación estimularon las ventas de vehículos. El gasto de los hogares fue mucho menos pujante en la zona del euro, donde las tasas de ahorro aumentaron considerablemente. En Japón, el consumo se mantuvo relativamente activo, pero la inversión en vivienda siguió disminuyendo.

... apoyado por una subida de los precios de los inmuebles y por la refinanciación de las hipotecas.

En muchos países, los cambios estructurales realizados en los mercados financieros han aumentado la disponibilidad de crédito y han permitido elevar el endeudamiento de los hogares. Otro factor favorable han sido los precios de la propiedad inmobiliaria, que siguieron creciendo con fuerza en 2002 e incluso se aceleraron en algunos países, constituyendo una fuente de liquidez para los hogares (véase el Cuadro VII.2 en la página 151). La subida de los precios de la propiedad inmobiliaria parece haber contrarrestado en parte las pérdidas registradas en los mercados bursátiles, especialmente en Norteamérica, el Reino Unido y algunos países de Europa continental. En esos países, el aumento de la competencia y las innovaciones introducidas en los

mercados hipotecarios han brindado a los propietarios de viviendas más oportunidades para solicitar préstamos ofreciendo como garantía ganancias de capital todavía no realizadas. Por otra parte, los costes de transacción para la refinanciación de los préstamos han caído, lo que ha permitido a los prestatarios beneficiarse más fácilmente del descenso de los tipos de interés.

Las perspectivas mundiales

Una expansión desigual pero gradual

Se considera que el aumento de la preocupación por los acontecimientos ocurridos en Oriente Medio ha contribuido de una manera crucial a frenar la expansión en el pasado más reciente, presionando al alza los precios del petróleo y mermando la confianza. Aunque las incertidumbres geopolíticas siguen ensombreciendo el panorama actual, existe cierto consenso sobre la remisión gradual de las fuerzas recesivas previas. La reducción de las existencias parece que ha seguido su curso y el cociente entre las existencias y las ventas se ha situado en unos niveles históricamente bajos en Estados Unidos. Son varios los factores que también indican un cambio de rumbo de la inversión fija. Probablemente se necesitará nuevo equipo tras dos años de disminución de la inversión, hecho acentuado por la rápida obsolescencia de los bienes de inversión de alta tecnología. El gasto de capital debería verse incluso favorecido por los beneficios que, medidos en términos de contabilidad nacional, aumentaron en 2002 y por el saneamiento de los balances de las empresas. Las condiciones financieras también han mejorado recientemente.

Aun así, en la mayoría de las regiones, el crecimiento del producto ha permanecido débil en lo que va transcurrido de 2003 y apenas existen indicios de que el comercio mundial se haya recuperado. Las encuestas actuales tampoco inducen a pensar que haya mejorado la confianza empresarial en general. Sin embargo, los mercados financieros sí dan muestras de una cierta mejoría: las curvas de rendimiento apuntan a una recuperación del crecimiento más adelante este año, los diferenciales de los bonos se han reducido y los precios de las acciones han recuperado una gran parte de las pérdidas ocasionadas por la guerra. En cualquier caso, los mercados demostraron no ser buenos indicadores de los acontecimientos económicos en 2002, año marcado por rápidos cambios de opinión.

Existen diversos interrogantes sobre la opinión consensuada de que el gasto de los hogares continuará siendo fuerte y salvará la situación hasta que se recupere la inversión. Por una parte, una rápida desaparición de las incertidumbres geopolíticas podría reavivar la confianza y la propensión al gasto tanto en las familias como en el sector empresarial, lo cual podría provocar una expansión mayor de lo que se prevé actualmente. Por la otra, los efectos de los estímulos previos de la política económica podrían desvanecerse antes de que la demanda final adquiera una dinámica propia. En particular, el gasto público y los componentes de la demanda de los hogares sensibles a los tipos de interés ya han alcanzado cotas altas y puede

En 2003 podrían remitir las fuerzas recesivas ...

... pero hay pocos indicios por ahora de recuperación sostenida

Interrogantes sobre la opinión mayoritaria

que disminuyan ligeramente en un futuro inmediato. De hecho, parece que en Estados Unidos ya ha comenzado una fase más débil en el sector de bienes de consumo duradero. En los países en los que el próspero mercado de la vivienda ha apoyado el gasto de las familias, podría disminuir el estímulo procedente de la refinanciación de las hipotecas. Parece que la subida de los precios de la vivienda en algunos países ya ha tocado techo y que los tipos de interés a largo plazo han dejado de bajar.

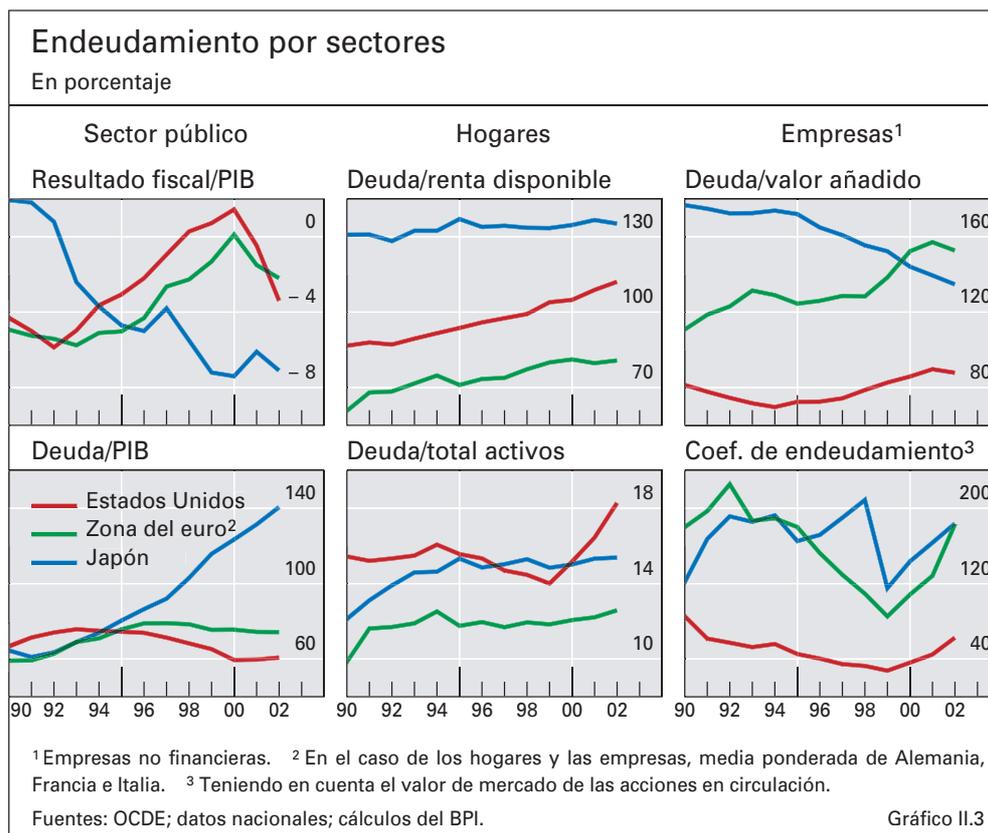
Otro factor negativo sería que los estímulos de la política económica comenzasen realmente a invertirse. Por lo que se refiere a la política fiscal, el empeoramiento de las perspectivas fiscales no sólo ha impedido que las autoridades en muchos países adopten nuevas medidas de estímulo significativas, sino que también ha llevado a mostrar una cierta moderación en Europa, así como en los diferentes estados y en las Administraciones locales de Estados Unidos. Por lo que se refiere a la política monetaria, el margen para aplicar nuevos estímulos se ha agotado en gran medida en los países en los que tanto los tipos de interés oficiales como los de los bonos del Estado ya se encuentran en niveles históricamente bajos. Algunos observadores han manifestado su preocupación por una posible corrección al alza de los tipos de interés a largo plazo si la evolución de los precios o de las variables fiscales comienza a preocupar a los inversionistas. Por último, en algunos países la aparición de nuevas dificultades en las empresas o de vulnerabilidades financieras ocultas podría restringir la concesión de préstamos durante algún tiempo.

Balances del sector privado

Los balances de las empresas se han fortalecido en cierta medida ...

Aún no está claro hasta qué punto la necesidad de sanear los balances de las empresas sigue frenando el crecimiento, pero hay motivos para el optimismo. La débil inversión empresarial fija ha permitido que los saldos financieros del sector empresarial (es decir, la diferencia entre el ahorro y la inversión de las empresas) mejoraran sustancialmente en Japón, Estados Unidos y Europa. En Japón, las empresas rentables han continuado amortizando las grandes deudas acumuladas en el pasado. En la última década, los cocientes entre la deuda y el valor añadido de las empresas han disminuido más de 30 puntos porcentuales (véase el Gráfico II.3). En Estados Unidos, los saldos financieros empresariales estaban casi en equilibrio en 2002 y la deuda ha empezado a disminuir. En la zona del euro, la deuda de las empresas, que aumentó vertiginosamente en la segunda mitad de los años 90, ha descendido recientemente y el déficit financiero se ha reducido desde el año 2000.

Existen otras dos consideraciones también positivas. En primer lugar, los coeficientes de endeudamiento permanecen moderados, ya que el descenso del precio de las acciones ha quedado contrarrestado en parte por una cierta reducción del apalancamiento. En segundo lugar, los bajos tipos de interés han permitido a las empresas reducir los costes del servicio de su deuda. Por ejemplo, los costes en concepto de intereses de las empresas no financieras estadounidenses habían disminuido a finales de 2002 hasta alcanzar alrededor de un 14% de su flujo de caja, lo que representa una reducción de casi 2 puntos porcentuales desde el último máximo, registrado a principios de 2001, y se



situaron más de 5 puntos porcentuales por debajo de los de principios de los años 90. Sin embargo, si los tipos de interés comienzan a subir, es posible que las empresas traten de reducir sus costes financieros posponiendo todavía más la inversión financiada mediante deuda. Además, el saneamiento de los balances es un proceso lento. El hecho de que la relación entre la deuda y el valor añadido de las empresas estadounidenses sea actualmente de un 88%, en comparación con el 80% de principios de los años 90, podría llevar a reducir todavía más la deuda. Este riesgo parece aún mayor en Europa. Por último, los pasivos ocultos de las empresas (derivados, por ejemplo, de los planes de pensiones insuficientemente capitalizados) harían suponer que la situación subyacente no es tan sólida como señalan las cifras publicadas.

Los hogares en los países industrializados avanzados, a diferencia de las empresas, continuaron en general solicitando préstamos y gastando durante la reciente fase del ciclo, pese al notable debilitamiento registrado en la zona del euro. En consecuencia, el endeudamiento de las familias en 2002 siguió aumentando más deprisa que las rentas. Esta tendencia fue especialmente acusada en los países en los que la reducción de los tipos de interés nominales provocó un aumento de la demanda de vivienda y llevó también a los hogares a refinanciar antiguas hipotecas. Este proceso generó fondos para aumentar el gasto de los hogares y se vio reforzado por las considerables subidas de los precios de la vivienda.

La deuda no parece especialmente elevada si se tiene en cuenta el valor de los activos de los hogares. En los países del G-7, a excepción de Japón, el coeficiente medio entre la deuda y la riqueza de los hogares se ha mantenido

... pero la deuda de los hogares ha aumentado

Ahorro y patrimonio neto de los hogares, 1980–2002

En porcentaje de la renta disponible de los hogares

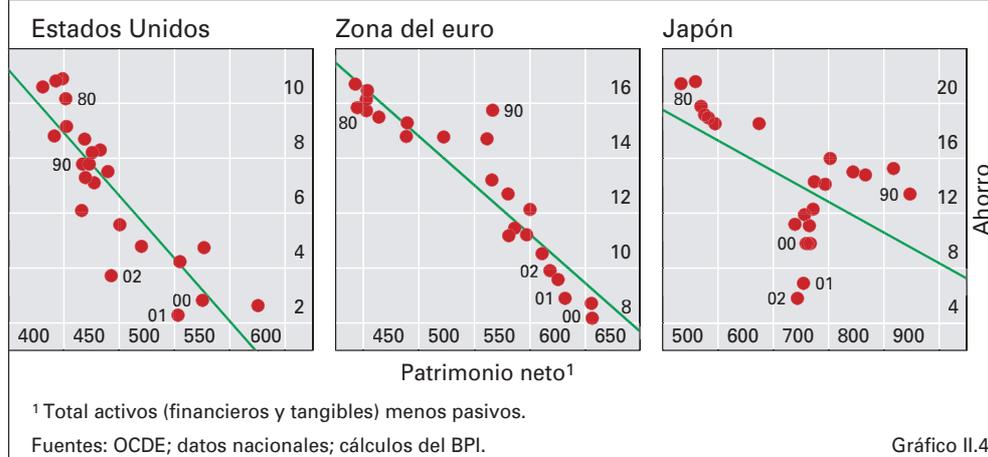


Gráfico II.4

estable en aproximadamente un 15% durante muchos años. No obstante, las deudas pendientes en los países del G-7 han aumentado y representan más de un 105% de la renta disponible de las familias, es decir, casi 15 puntos porcentuales más que a principios de los años 90. Los costes del servicio de la deuda también han aumentado. Por ejemplo, en Estados Unidos representaron aproximadamente un 14% de la renta disponible personal en 2002, es decir, bastante más que diez años antes, a pesar de tener tipos de interés para los créditos notablemente más bajos. Aunque el sector de los hogares en general queda protegido en gran medida por los tipos de interés fijos de los créditos hipotecarios a largo plazo, este sector podría ser vulnerable si subieran los tipos de interés o empeorara el mercado de trabajo. Es posible que la baja inflación haya llevado a algunos hogares a subestimar la verdadera carga de las futuras devoluciones de la deuda.

Aunque parece que la situación de los balances de los hogares no supone una amenaza inmediata para el gasto, sus tasas de ahorro podrían aumentar. Ya han aumentado significativamente en la zona del euro en los últimos años, y en Japón podría haber incluso más motivos de preocupación, ya que en los últimos diez años la riqueza de los hogares ha ido disminuyendo considerablemente, si bien su tasa de ahorro ha proseguido su tendencia descendente (véase el Gráfico II.4). En Estados Unidos, la tasa de ahorro de los hogares todavía parece baja, aunque ya había comenzado a aumentar en 2002. Las reducciones de impuestos han permitido a los hogares mejorar algo su ahorro. Sin embargo, es probable que el nivel de equilibrio del ahorro de los hogares haya disminuido en las últimas dos décadas debido al aumento del patrimonio neto.

Perspectivas a más largo plazo

Un rasgo destacado de la reciente desaceleración del crecimiento económico es que también se ha dejado sentir en regiones (especialmente en Europa continental y en Japón) que no experimentaron la expansión anterior del gasto. El grado aparentemente elevado de sincronía de los ciclos económicos en las

La evolución en Estados Unidos sigue siendo crucial

economías industrializadas refleja los canales financieros y de confianza, así como los movimientos comerciales. Según algunos observadores, esos vínculos se han fortalecido en los últimos años y se ha reforzado el papel de locomotora desempeñado por Estados Unidos (véase el 72° Informe Anual). En primer lugar, los vínculos supranacionales en el ámbito empresarial se han estrechado considerablemente tras el incremento de las fusiones y las adquisiciones internacionales de los años 90. En segundo lugar, el aumento del desequilibrio por cuenta corriente de Estados Unidos ha ido acompañado de crecientes entradas de capitales. Por consiguiente, algunas empresas financieras y no financieras extranjeras que habían participado en la financiación de la recuperación de Estados Unidos sufrieron grandes pérdidas y se vieron obligadas a reducir costes para restablecer los beneficios.

Sin embargo, el aumento de la influencia de Estados Unidos en el crecimiento mundial también podría deberse a algunas deficiencias específicas de otras regiones. En los últimos 10 años, la tasa media de crecimiento de Japón ha sido de tan sólo un 1% anual. Esto induce a pensar que su tasa de crecimiento potencial podría ser actualmente muy inferior al 4% estimado en los años 80. El crecimiento potencial también ha disminuido en algunas de las principales economías europeas, especialmente en Alemania, cuestión en la que se profundizará más adelante. Estas tendencias son importantes y no sólo por lo que implican para la evolución de los niveles de vida a largo plazo. Las bajas tasas de crecimiento potencial registradas fuera de Norteamérica podrían complicar el proceso de ajuste de la balanza por cuenta corriente necesario para resolver los desequilibrios externos actuales. Además, el bajo crecimiento potencial se debe a menudo a rigideces estructurales y a una escasa capacidad de reacción ante acontecimientos negativos. Considérese lo bien que sorteó la última desaceleración Estados Unidos, donde el crecimiento potencial conservó su vigor. El dinámico lado de la oferta de su economía parece que proporcionó más margen para nuevas fuentes de crecimiento y una capacidad mayor para responder al estímulo de la demanda.

El primer factor que está detrás de los resultados a largo plazo es la evolución de la población activa. Aunque en Estados Unidos este sector sigue creciendo considerablemente, en Japón ya ha comenzado a disminuir y pronto comenzará a hacerlo en algunas de las economías europeas, dado el rápido envejecimiento de su población. Además, se han observado notables diferencias en el comportamiento de los mercados de trabajo. El desempleo estructural ha disminuido sin cesar en Estados Unidos desde mediados de los años 70, pero ha aumentado en Japón. El panorama es más variado en la zona del euro. El desempleo estructural alcanzó niveles elevados hasta mediados de los años 90, aunque desde entonces ha disminuido en algunos países (con la notable excepción de Alemania) gracias al éxito de los esfuerzos desplegados para fomentar el crecimiento del empleo. El segundo elemento significativo ha sido el crecimiento relativamente intenso de la productividad del trabajo en Estados Unidos, especialmente el año pasado, cuando el producto por trabajador aumentó notablemente. Sin embargo, en la zona del euro y en Japón el crecimiento de la productividad laboral ha sido más tenue en los últimos años.

Japón y Europa
se muestran
débiles ...

... debido al menor
crecimiento de su
población activa ...

... y a la menor
productividad

Los resultados superiores de Estados Unidos parecen deberse principalmente al continuo progreso tecnológico medido por el crecimiento de la productividad total de los factores (PTF), es decir, el crecimiento del producto no atribuible a los aumentos del trabajo o del capital. De hecho, en Estados Unidos los incrementos de la PTF se han acelerado considerablemente desde el periodo de lento crecimiento del producto de los años 70, en claro contraste con los acontecimientos observados en Europa y Japón. En Europa, existen ciertos indicios de que las recientes reformas en los mercados de trabajo llevaron a aumentos del empleo que mantuvieron baja la productividad registrada. En Japón, se ha prestado especial atención al mal funcionamiento del sistema financiero, que a menudo se considera el mayor impedimento para un crecimiento duradero.

Necesidad de
reformular los
mercados
de productos y
de trabajo

Aunque la introducción de algunas reformas estructurales podría conducir a un incremento del desempleo a corto plazo, también podría liberar demanda latente (por ejemplo, en el sector servicios) y aumentar el empleo a largo plazo. Además, el anuncio de un programa de reformas podría reavivar por sí solo la confianza, especialmente en el sector empresarial. Por otra parte, la necesidad de mejorar el funcionamiento de los mercados podría ser más urgente de lo que se suele pensar. En primer lugar, las rigideces pueden pasar desapercibidas durante mucho tiempo, hasta poco antes de que se manifiesten sus efectos negativos en la oferta. En segundo lugar, los incrementos de la productividad a largo plazo podrían verse amenazados si un aumento de los riesgos geopolíticos disparara los gastos en seguridad y defensa, que actúan como un impuesto oculto sobre la economía. Por último, en casi todos los países industrializados serán necesarios mayores incrementos de la productividad para compensar el efecto negativo del envejecimiento de la población en la renta per cápita.

Moderadas perspectivas de crecimiento a más largo plazo en Alemania

Débiles resultados
económicos en
Alemania ...

En este contexto a más largo plazo de deficiencias estructurales que impiden el crecimiento, muchos observadores han centrado últimamente su atención en Europa continental. El grado y la naturaleza de los impedimentos que obstaculizan el crecimiento varían de unos países a otros. El caso de Alemania, la mayor economía de la zona, es especialmente interesante. El crecimiento de su PIB ha sido excepcionalmente endeble en los últimos años. Estos peores resultados parecen atribuibles principalmente a la escasa demanda interna. En los últimos cinco años, la contribución de las exportaciones al crecimiento total del producto ha sido, en promedio, superior a 2 puntos porcentuales. Esta cifra sobrepasa la media de los años 80 y es mayor que la de Francia e Italia. En cambio, el consumo privado ha sido más débil y la inversión ha constituido un importante lastre, lo que ha conducido a una disminución de la tasa potencial de crecimiento de Alemania hasta apenas un 1,5%. Compárese esta cifra con las estimaciones cercanas a un 2,5% para el resto de la zona del euro.

... a pesar de la
reciente mejora de
la competitividad

Variadas han sido las explicaciones al empeoramiento del crecimiento alemán, algunas de las cuales podrían parecer menos fundadas que otras. Algunos observadores han afirmado que Alemania entró en la UEM con un

tipo de cambio sobrevalorado. Si bien es cierto que en la primera mitad de los años 90 Alemania perdió competitividad y cuota de mercado internacional, también lo es que el tipo de cambio efectivo real ha descendido notablemente desde mediados de los años 90 (véase el Gráfico II.5, panel superior). En consecuencia, Alemania ha aumentado su cuota de mercado en los últimos años y el cociente entre exportaciones y el PIB ha alcanzado un máximo sin precedentes. Asimismo, se ha afirmado que los elevados tipos de interés reales han reducido el gasto de inversión y el crecimiento en general. A primera vista, esta afirmación tampoco parece fundada. Desde 1997, el tipo de interés real de los bonos a largo plazo (deflactado por la inflación del IPC) ha sido, en promedio, del 3,5%, en comparación con una media del 4% desde los años 60. Sin embargo, dado que la tasa de crecimiento potencial ha disminuido, podría argumentarse que el tipo de interés “natural” (es decir, el tipo que equilibra el ahorro y la inversión) también ha bajado.

Un argumento mucho más verosímil es que Alemania aún está sufriendo los costes directos e indirectos de la reunificación de 1989–90. La mayoría de las empresas de la antigua República Democrática Alemana quebró, originando un deterioro persistente del mercado de trabajo. Las transferencias fiscales resultantes (casi un 4% del PIB anual en la década de los 90) parecen haber causado un empeoramiento secular del resultado fiscal alemán, lo cual ha reducido significativamente el margen de maniobra de la política económica. Las subidas de los impuestos necesarias para financiar la reunificación también parecen haber influido de manera adversa en la evolución de los mercados de trabajo a través de un considerable aumento de la “brecha fiscal” (véase el Gráfico II.5, panel inferior izquierdo). Por último, la reunificación provocó un incremento insostenible del gasto en construcción. Su contracción posterior ha reducido el crecimiento del PIB real de Alemania casi un tercio de punto porcentual al año desde 1995. Además, los precios de la vivienda descendieron en la segunda mitad de los años 90 y se han mantenido casi estables en los últimos años. Así pues, los hogares alemanes se han visto privados de una compensación por las pérdidas del valor de sus activos de la cual han disfrutado la mayoría de los países industrializados.

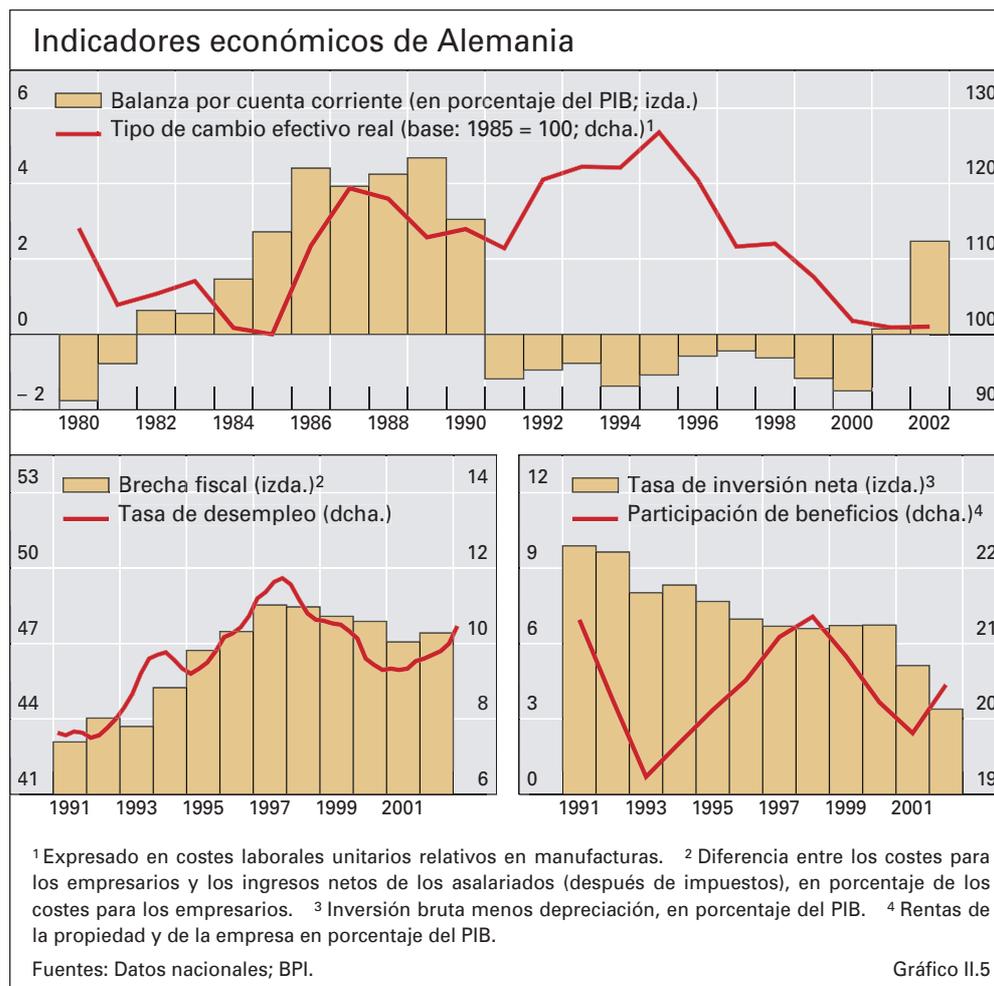
Tal vez la muestra más importante (si no la causa) de los pobres resultados de la economía alemana haya sido la disminución de la capacidad o de la disposición de las empresas a invertir. Desde principios de los años 90, la inversión neta en porcentaje del PIB ha disminuido bruscamente (véase el Gráfico II.5, panel inferior derecho). Aunque la reinversión (es decir, la reposición del equipo obsoleto) también puede utilizarse para introducir nuevas técnicas que aumenten el crecimiento, esta disminución de la inversión neta es un motivo de preocupación que de mantenerse, es probable que reduzca todavía más la tasa de crecimiento potencial de Alemania.

Aunque la escasa propensión a invertir es hasta cierto punto cíclica, también parecen influir otros factores más fundamentales o estructurales. Uno de ellos podría ser que las empresas no esperan que la tasa de rendimiento de la nueva inversión cubra los riesgos en que hayan incurrido, lo que sugeriría que los beneficios empresariales son demasiado bajos. También existen indicios de que las pequeñas y medianas empresas, que

Los costes de la reunificación

Disminución de la inversión empresarial ...

... y dificultades para las medianas empresas



históricamente han sido la principal fuente de creación de empleo, pero que satisfacen principalmente la demanda del mercado interno, han obtenido peores resultados que las grandes empresas que exportan una parte considerable de su producción. Es posible que el problema se haya visto agravado en los últimos años por el endurecimiento de las condiciones crediticias de los bancos, lo cual puede haber afectado especialmente a las pequeñas empresas.

También es probable que las rigideces de los mercados de productos y de trabajo hayan afectado a la propensión de las empresas a invertir, así como al crecimiento en general. Diversas restricciones (por ejemplo, las de los horarios de apertura de los comercios) podrían perfectamente haber limitado el sector servicios, afectando en particular a su capacidad de absorber a los trabajadores despedidos por el sector industrial. Las estrictas regulaciones han frenado la creación de nuevas empresas, con su consiguiente potencial de creación de empleo. Las rigideces que subsisten en el mercado de trabajo son igualmente graves. Además del aumento de la brecha fiscal antes mencionado, las estrictas medidas de protección del empleo podrían haber dificultado la contratación. La estructura tributaria, las prestaciones por desempleo y las ayudas de la seguridad social tienden a disuadir la búsqueda de empleo, sobre todo a las personas que tienen un bajo nivel de cualificación y de renta. Las

Rigideces en los mercados de productos y de trabajo

posibilidades de llegar a acuerdos salariales ligados a los resultados de cada empresa o trabajador también siguen siendo limitadas.

Aunque las perspectivas a corto plazo de Alemania no parecen por el momento muy favorables, no deberían pasarse por alto algunas señales positivas. La fuerza de las exportaciones muestra que las empresas alemanas son capaces de competir en condiciones mundiales difíciles. Los efectos posteriores a la reunificación deberían disiparse con el tiempo. La necesaria contracción del sector de la construcción parece bastante avanzada y las consecuencias para los bancos y otras instituciones financieras dan muestras de haberse contenido (véase el Capítulo VII). El Gobierno parece determinado a introducir distintas reformas estructurales importantes. Por todo ello, el temor a que Alemania se enfrente a una prolongada debilidad económica similar a la de Japón parece infundado.

algunas señales
positivas

La inflación

Evolución reciente

Las presiones mundiales sobre los precios continuaron mostrándose moderadas en 2002. Sin embargo, este panorama general esconde diferencias entre los países. La inflación aumentó en las economías que crecieron más deprisa, amenazando los objetivos de inflación en Canadá y el Reino Unido a comienzos de 2003. La inflación del IPC subyacente superó el umbral del 2% en la zona del euro en 2002, mientras que disminuyó considerablemente en Estados Unidos. Los precios de consumo se mantuvieron casi estables en Suiza y cayeron en Japón por cuarto año consecutivo.

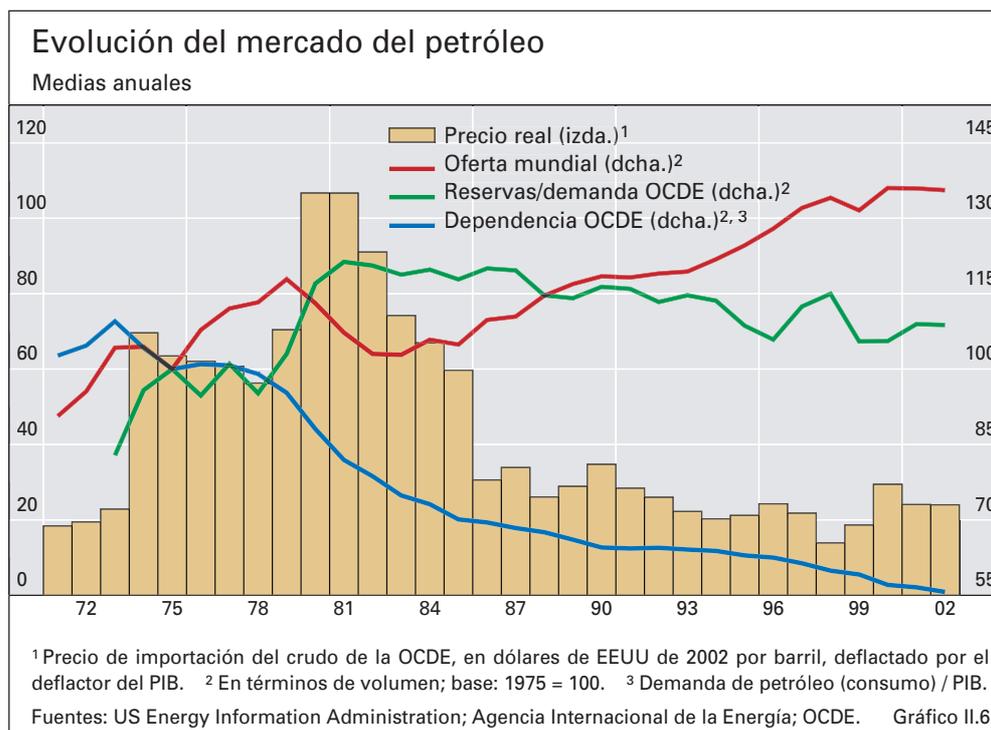
Presiones
moderadas sobre
los precios

También se observaron notables divergencias dentro de las regiones, especialmente en la zona del euro, donde los precios de consumo subieron poco más de un 1% en Alemania en 2002, mientras que lo hicieron casi un 5% en Irlanda. En Estados Unidos, los precios también han evolucionado de forma distinta en las diferentes zonas: las subidas oscilan entre un 0% en la zona de Cleveland y casi un 3% en la región de Los Ángeles. Por último, se han producido considerables diferencias sectoriales y, a menudo, las tasas de aumento de los precios de los servicios orientados hacia el interior y las de los bienes manufacturados han divergido considerablemente. Por ejemplo, en Estados Unidos los precios de las materias primas no alimenticias bajaron un 2% en 2002, mientras que los de los servicios subieron un 3%.

Perspectivas

Se prevé que la inflación permanezca contenida en 2003. El encarecimiento del petróleo que se observó a principios de año, atribuible principalmente a la guerra en Iraq y a las interrupciones de la producción en Venezuela, se ha empezado a invertir. Sin embargo, las perspectivas para los precios del petróleo son aún objeto de incertidumbre. Alrededor del próximo año, podrían continuar mostrándose volátiles, dependiendo del crecimiento mundial, del suministro procedente de las zonas que no pertenecen a la OPEP y de la capacidad de la OPEP para contrarrestar rápidamente cualquier desequilibrio

Perspectivas
inciertas para los
precios del petróleo



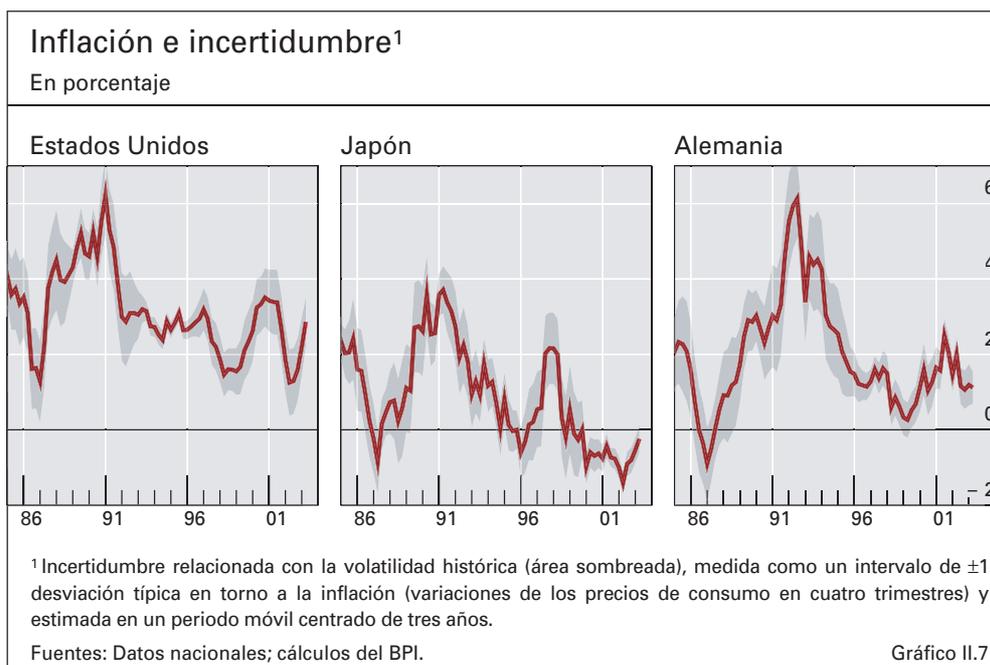
repentino entre la oferta y la demanda. Además, el cociente entre las reservas de petróleo y la demanda en los países industrializados ha disminuido desde principios de los años 80, por lo que cualquier nueva perturbación del mercado podría provocar mayores fluctuaciones en los precios (véase el Gráfico II.6). Por último, es importante saber cuánto tardará en volver el petróleo iraquí a los mercados mundiales y en qué cuantía lo hará.

Existen razones de peso para concluir que la inflación mundial permanecerá baja y estable en un futuro cercano debido a las moderadas presiones sobre los precios subyacentes. Una de las razones es que la sensibilidad de la inflación a las variaciones cíclicas de la producción parece que ha disminuido en general. Por ejemplo, en Estados Unidos la inflación ha permanecido moderada en la última década, a pesar de las grandes variaciones tanto del desempleo como de la utilización de la capacidad. En Japón, la deflación ha sido relativamente estable y bastante limitada en los últimos años. También existen indicios de que la transmisión de los movimientos del tipo de cambio a los precios ha disminuido en los países con ese entorno de baja inflación. Dado el largo historial de baja inflación sostenida de los países industrializados, las expectativas sobre los precios parecen estar bastante bien ancladas, lo que debería contribuir a reducir la persistencia de cualquier perturbación puntual de los precios. El aumento de la competencia, tanto interna como externa, también podría haber afectado a la forma en la que se fijan los precios y los salarios en los distintos mercados, lo que sugiere una mayor resistencia a las subidas de los precios.

¿Riesgos de deflación?

Dada la escasa inflación, la amplia capacidad no utilizada y las perspectivas de que el crecimiento sea inferior al potencial en los principales países

Se prevé que la inflación se mantenga baja

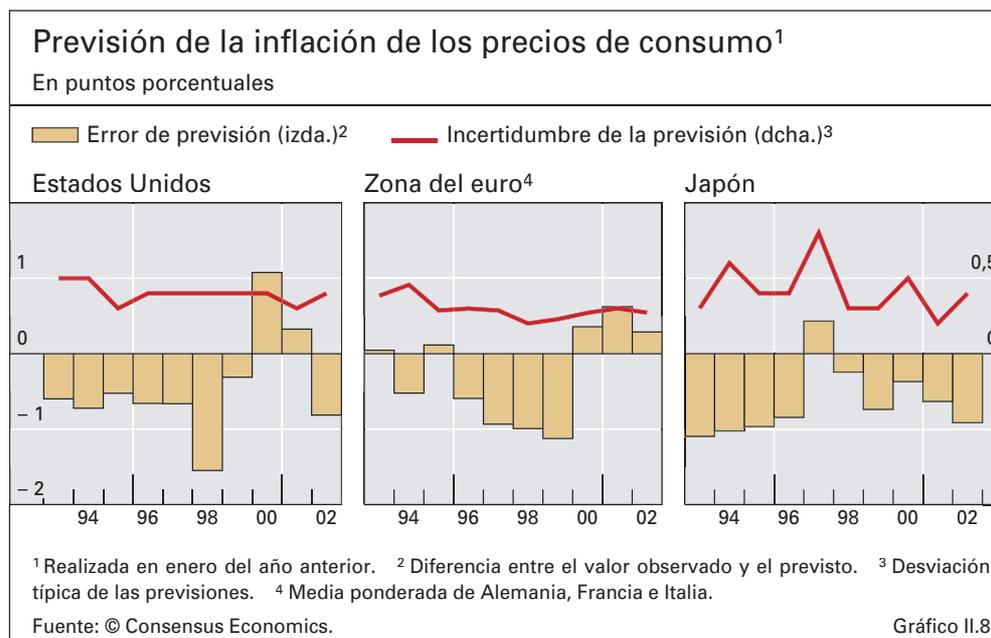


industrializados avanzados, a algunos observadores les preocupa más la deflación (un descenso del nivel agregado de precios) que la inflación. El hecho de que el deflador del PIB en Japón haya venido descendiendo un 1% al año desde mediados de los años 90 y de que los precios hayan bajado recientemente en algunos otros países asiáticos también ha sido objeto de atención. La deflación puede generar problemas económicos, ya que la mayoría de los contratos de deuda se define en términos nominales, los salarios nominales tienden a ser rígidos a la baja y los tipos de interés nominales no pueden ser negativos (véase el Capítulo IV). Desde esta perspectiva, ¿cuáles son los riesgos de que la economía mundial se sume en un clima deflacionario en la presente coyuntura?

En primer lugar, es obvio que cuando la inflación es muy baja, la deflación no se encuentra aritméticamente demasiado lejos. Además, la volatilidad de la inflación continúa siendo considerable, sobre todo cuando se compara con el bajo nivel actual de inflación (véase el Gráfico II.7), y ha aumentado incluso en términos relativos en algunos países. La incertidumbre de las previsiones sobre los precios —medida por la desviación típica de las previsiones— sigue representando cerca de un tercio de punto porcentual de inflación, dependiendo del país (véase el Gráfico II.8). Durante largos periodos de los años 90, la inflación efectiva fue muy inferior a las previsiones consensuadas.

Otra cuestión fundamental es que las tasas de inflación calculadas normalmente sobreestiman las verdaderas tasas de subida de los precios, dependiendo de los índices y de los métodos estadísticos utilizados. Por ejemplo, si se tuviera en cuenta el cambio de la composición del gasto en respuesta a las variaciones de los precios relativos, la inflación basada en el IPC (utilizando ponderaciones fijas) habría sido casi medio punto porcentual menor en Estados Unidos en 2002. Asimismo, la deflación japonesa parecería

Las previsiones sobre inflación a menudo son imprecisas



Muchas medidas de la inflación tienen un sesgo al alza

más grave si se midiera por el deflactor del consumo privado en lugar del IPC. También existen pruebas de que la inflación medida está sobreestimada debido a las dificultades para tener en cuenta las mejoras de la calidad, lo que puede verse agravado por el lanzamiento de productos innovadores, así como por la aparición de nuevos canales de distribución. A la vista del bajo nivel de inflación actual y de la incertidumbre de las previsiones, no puede excluirse la posibilidad de que bajen los precios (como se observó en Alemania a mediados de los años 80). La inclusión del sesgo de medición (“deflación efectiva”; véase el Cuadro IV.1 en la página 82) aumenta aún más esta posibilidad, aunque en algunos países ya se ha reducido sustancialmente la inflación medida en los últimos años como consecuencia de cambios importantes en su cálculo, en particular por el creciente uso de índices de precios hedónicos. Dado que la experiencia japonesa demuestra que la deflación puede enquistarse a pesar de políticas macroeconómicas muy laxas, es necesario evaluar las posibles fuerzas deflacionarias que afectan actualmente a otros países.

Entre las posibles fuerzas deflacionarias se encuentran el exceso de capacidad ...

La espectacular explosión de la burbuja de TI de los años 90 produjo la impresión de que existía un exceso de capacidad más generalizado. Esto podría ejercer en principio una gran fuerza deflacionaria en la economía mundial, sobre todo en el caso de que el descenso de los precios coincidiera con elevados niveles de deuda nominal. De hecho, los casos conocidos de exceso de inversión en los países asiáticos en vías de desarrollo y de escasa utilización de la capacidad en muchos sectores tras la reciente desaceleración confirman esa opinión. Sin embargo, sólo existen pruebas parciales de que exista un exceso generalizado de capacidad en la economía mundial. En Estados Unidos, el cociente entre capital y PIB en el sector empresarial en términos de volumen de hecho disminuyó durante los años 90, debido principalmente a la aceleración de la depreciación del equipo. Como se ha mencionado anteriormente, en Japón las empresas han tendido a

utilizar sus beneficios para reducir la deuda más que para aumentar la inversión.

También han sido muy señaladas las variaciones de los precios relativos como fuentes de deflación, lo que sugiere que en un clima de baja inflación es más probable que esas oscilaciones provoquen descensos efectivos de los precios nominales en los sectores que se benefician del progreso técnico, por ejemplo, los productos de TI. Esto podría aumentar la posibilidad de que se produzcan variaciones negativas en el nivel general de precios, dada la rigidez de los precios en otros sectores. Sin embargo, esas perturbaciones de la oferta deben considerarse en general positivas, ya que son esencialmente el resultado de los fuertes incrementos de la productividad que se traducen en aumentos de la renta real de los consumidores. Incluso si dichas alteraciones empujan los índices de precios medidos a valores negativos, no ponen en peligro los beneficios ni el crecimiento como lo haría una deflación más generalizada.

También se han señalado como posible fuente de deflación las variaciones de los precios relativos relacionadas con el comercio internacional. La globalización ha permitido a los países con economías de mercado emergentes que cuentan con menores costes laborales unitarios presionar los precios a la baja y, por lo tanto, les ha permitido "exportar deflación". De hecho, los precios de los bienes manufacturados en los mercados internacionales, expresados en DEG, han bajado considerablemente desde mediados de los años 90. Especial atención ha recibido China (véase el Capítulo III), ya que su participación en el comercio mundial se ha duplicado con creces en los últimos diez años. Sin embargo, China aún representa tan sólo alrededor de un 5% del comercio internacional. Además, en un contexto mundial de baja inflación, el descenso de los precios de los bienes comerciables no debería interpretarse necesariamente como una fuente de deflación inquietante. En realidad, es la forma más deseable de que, con el

... las variaciones de los precios relativos ...

... la globalización ...



tiempo, se transmitan los beneficios de las divergentes evoluciones de la productividad a los diferentes socios comerciales internacionales, así como a los diversos sectores dentro de un mismo país. Eso no quiere decir que esta situación no plantee grandes dificultades a los sectores afectados a la hora de enfrentarse a una repentina necesidad de ajuste.

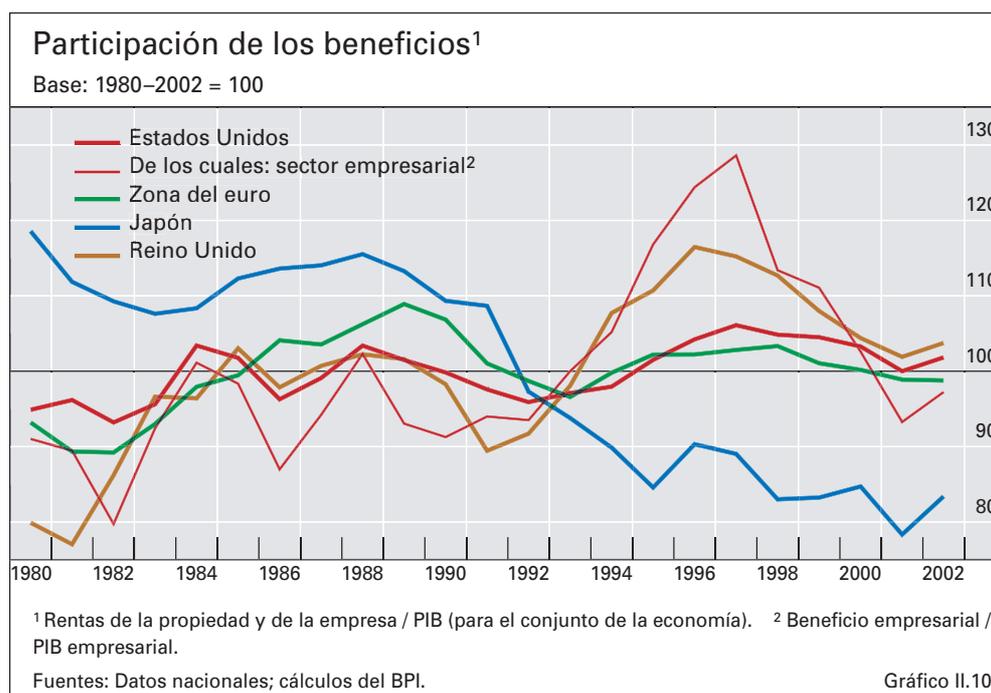
... y en la zona del euro, las diferencias de inflación

La última fuente de las oscilaciones de precios relativos que puede tener consecuencias deflacionarias afecta a la zona del euro. Aunque las diferencias de inflación entre los países miembros son mucho más reducidas que en las últimas décadas, continúan mostrándose significativas en términos relativos (véase el Gráfico II.9). Se puede afirmar entonces que un objetivo de inflación bajo para la zona del euro en su conjunto podría provocar una recesión y posiblemente una deflación en los países que tienen un bajo crecimiento. Esto repercutiría en sus tipos de interés reales si los tipos nominales se fijan para toda la zona. Aunque estos riesgos deben sopesarse con cuidado teniendo en cuenta la escasa movilidad de la mano de obra dentro de la zona del euro, tampoco se deben exagerar. Como se ha mencionado anteriormente, las divergencias tanto entre los niveles de precios como entre sus variaciones son relativamente frecuentes dentro de los países, ya que los precios tardan en ajustarse. Además, los países que tienen unos costes más bajos que sus vecinos ven aumentada su competitividad.

Márgenes de beneficios y poder de fijación de los precios de las empresas

Los beneficios de las empresas mejoraron en 2002 ...

Los beneficios han seguido en los últimos años pautas sorprendentemente distintas en cada país industrializado. En Japón, a pesar de la brusca desaceleración de los costes laborales unitarios, la participación de los beneficios, definida como el cociente entre los ingresos de la propiedad y de las empresas y el PIB, experimentó una disminución continua en los años 90



y sólo se recuperó levemente en 2002 (véase el Gráfico II.10). En la zona del euro, este cociente se mantuvo mejor en la última década, aunque ha empeorado algo últimamente. La evolución cíclica lastró la productividad y los salarios europeos fueron relativamente rígidos. La situación ha sido más volátil en el sector empresarial de Estados Unidos, cuya participación en la renta nacional mejoró espectacularmente a principios de los años 90, alcanzando un máximo en un nivel relativamente alto en 1997. A continuación disminuyó rápidamente, frustrando las expectativas del mercado. La intensa reducción de los costes dio como resultado una cierta mejora en 2002 y actualmente la participación de los beneficios empresariales sólo es levemente inferior a la media de las dos últimas décadas. Dentro de este agregado, en los servicios y el comercio al por menor, las participaciones de los beneficios se han mantenido relativamente estables en los últimos años. En cambio, en las industrias manufactureras han disminuido notablemente por la influencia de la competencia internacional.

Estos acontecimientos también sugieren que las empresas de todo el mundo han visto limitado su poder para fijar los precios. Esta circunstancia ha quedado especialmente de manifiesto en Japón, donde las empresas han recortado los salarios nominales, si bien han tenido que bajar aún más los precios desde comienzos de los años 90 (véase el Cuadro II.2). En Estados Unidos, los elevados incrementos de la productividad contribuyeron a limitar los aumentos de los costes laborales unitarios en la década de los 90, pero el efecto global en los beneficios fue débil. La creciente competitividad de los mercados de productos, especialmente en sectores recién liberalizados como las telecomunicaciones, junto con la fortaleza del dólar hasta hace poco han reducido las posibilidades de ajustar los precios. De cualquier modo, los márgenes de beneficios se han mantenido mejor en los últimos años, ya que los costes laborales unitarios en Estados

... a pesar de la falta de poder de fijación de precios en la industria manufacturera

Costes laborales unitarios, productividad y beneficios							
Variaciones anuales medias ¹							
	Remuneración del trabajo ²	Productividad del trabajo ²	Costes laborales unitarios	Margen de beneficios ³	Participación del trabajo ⁴	Remuneración real del trabajo ^{2, 5}	
Estados Unidos	1981–1990	5,4	1,3	4,0	0,2	-0,1	0,9
	1991–2000	3,7	1,5	2,2	-0,1	0,1	1,4
	2001–2003	3,0	1,7	1,3	0,4	-0,2	1,2
Zona del euro	1981–1990	7,3	1,7	5,5	0,7	-0,4	1,1
	1991–2000	3,7	1,4	2,3	0,3	-0,2	0,8
	2001–2003	3,1	0,7	2,4	-0,2	0,2	1,0
Japón	1981–1990	4,4	2,8	1,5	0,4	-0,2	2,3
	1991–2000	1,6	1,1	0,5	-0,4	0,2	1,2
	2001–2003	-1,1	0,8	-1,8	0,0	-0,3	0,5

¹ En porcentaje; para la participación del trabajo, puntos porcentuales; para 2003, previsiones. ² Por persona ocupada. ³ Coeficiente entre el deflactor del PIB y los costes laborales unitarios. ⁴ Coeficiente entre la remuneración de los asalariados y el PIB. ⁵ Deflactado por el deflactor del consumo privado.

Fuente: OCDE.

Cuadro II.2

Unidos sufrieron una desaceleración muy marcada e incluso decrecieron en 2002.

El debate fiscal

El empeoramiento de la situación fiscal se debe en parte a la política fiscal discrecional

Los déficits fiscales han aumentado en los últimos años, tras una década de ajuste presupuestario en todos los grandes países, salvo Japón. En los países de la OCDE, el déficit fiscal medio fue de un 3% del PIB en 2002, en comparación con el presupuesto equilibrado de 2000. El cociente entre deuda pública bruta y PIB alcanzó el 75% en 2002, mientras que 15 años antes era de alrededor de un 60%. Este reciente empeoramiento se ha debido en parte al lento crecimiento mundial y al efecto del descenso de los precios de los activos financieros. Otro importante factor han sido las medidas discrecionales adoptadas, especialmente las reducciones de los impuestos en Estados Unidos y en algunos países europeos. Los acontecimientos geopolíticos también han incrementado el gasto en equipo militar y en seguridad, lo cual ha invertido en cierta medida el “dividendo de la paz” de los años 90. Más fundamental ha sido quizás el hecho de que la utilización de la política fiscal se haya considerado como una forma rápida y predecible de contrarrestar la desaceleración económica.

Hay que dejar actuar a los estabilizadores automáticos

Las opiniones sobre la eficacia de la política fiscal con fines anticíclicos son muy diversas. La mayoría de los observadores coincide en que los presupuestos del Estado tienen una tendencia natural a suavizar las fluctuaciones cíclicas y afirma que se debe dejar actuar a los llamados “estabilizadores automáticos”, sobre todo en los países que no tienen una deuda pública excesiva. Un endeudamiento público superior a la media durante las recesiones quedaría contrarrestado por una reducción del endeudamiento o incluso por una devolución de la deuda durante los periodos de crecimiento más rápido. El gasto público parece que ha evolucionado en realidad de forma anticíclica en los principales países de la OCDE (véase el Cuadro II.3). Sin embargo, en el lado de los ingresos, el efecto

Indicadores fiscales y el ciclo coyuntural ¹				
	Gasto público	Ingresos públicos	Resultado fiscal	Tono fiscal ²
Estados Unidos	-0,31**	0,12**	0,46**	0,26**
Japón	-0,06	0,11*	0,16*	0,06
Alemania	-0,13	-0,01	0,14	-0,18**
Francia	-0,17	-0,11	0,17	-0,05
Reino Unido	-0,41**	-0,13*	0,20*	-0,09
Italia	-0,35*	-0,08	0,11	-0,08

Nota: El cuadro muestra la elasticidad (β_2) calculada mediante la ecuación $X = \alpha + \beta_1 X_{-1} + \beta_2 GAP$, donde X es el gasto público, los ingresos públicos, el resultado fiscal o el tono fiscal, expresados todos ellos en porcentaje del PIB, y GAP es la brecha del producto, en porcentaje del PIB potencial; estadísticos-t entre paréntesis; * y ** indican niveles de relevancia del 90% y 99% respectivamente. El gasto público varía anticíclicamente cuando la elasticidad es negativa (pero positiva en el caso de los otros tres indicadores).

¹ 1972–2002. ² Resultado primario del sector público ajustado cíclicamente.

Fuentes: OCDE; cálculos del BPI.

Cuadro II.3

de los estabilizadores automáticos ha sido menos evidente. Por ejemplo, los ingresos fiscales a menudo han mostrado un sesgo procíclico, como en Europa, donde han tendido a disminuir en lugar de aumentar durante las recuperaciones económicas, debido a las reducciones de los impuestos.

La utilización de medidas discrecionales de estímulo fiscal sigue siendo controvertida. Estas medidas podrían presionar al alza los tipos de interés a largo plazo y debilitar así la inversión privada, en especial si no van acompañadas de un marco creíble a medio plazo. El segundo obstáculo para la eficacia de la política fiscal discrecional está relacionado con la existencia de varios retardos: el tiempo empleado para evaluar los acontecimientos actuales, para decidir las medidas que se van a adoptar y para aplicar las medidas acordadas y, a continuación, el tiempo que tardan éstas en surtir efecto. Así pues, podría ocurrir que las medidas destinadas inicialmente a estabilizar las fluctuaciones de la producción sólo se dejaran sentir plenamente después de que la economía ya hubiera comenzado a cambiar de signo. Los abundantes datos históricos de los países de la OCDE muestran que, en promedio, los cambios discrecionales en la orientación fiscal (medidos por el resultado fiscal primario estructural) no parecen haber variado de forma anticíclica en las últimas décadas, lo cual podría poner de relieve la escasa capacidad de la política fiscal activa para suavizar las fluctuaciones de la producción. Otra interpretación sería que raras veces se adoptaron medidas fiscales con fines anticíclicos.

A pesar de estas importantes limitaciones, podrían sin embargo adoptarse medidas presupuestarias en circunstancias específicas. En primer lugar, el impacto que tiene una expansión fiscal temporal en los tipos de interés debería ser relativamente reducido, en la medida en que se entienda que esas medidas se invertirán cuando la situación lo permita. En este caso, no habría que preocuparse demasiado por las futuras presiones inflacionarias ni por las necesidades de endeudamiento del Estado. En segundo lugar, la política fiscal podría ser útil para resolver los grandes problemas de los balances del sector privado. Valga como ejemplo la inyección de fondos públicos en los sistemas bancarios debilitados. Un caso menos extremo es el de las reducciones de los impuestos aprobadas por la presente Administración estadounidense, que ayudaron a los hogares a aumentar su tasa de ahorro en 2002. Las bajadas de los impuestos de sociedades también ayudaron al sector empresarial a reducir su elevado déficit financiero (esto es, la diferencia entre el gasto de capital y el flujo de caja). En tercer lugar, unas circunstancias extremas podrían exigir unas respuestas por parte de la política fiscal que no serían aconsejables en circunstancias normales. La política fiscal podría muy bien resultar útil para restablecer la confianza tras perturbaciones extraordinarias (por ejemplo, atentados terroristas, riesgo geopolítico, etc.) o para controlar las expectativas con el fin de evitar los peores casos. Desde esta perspectiva, algunos observadores han afirmado que el reciente cambio en favor de mayores déficit ha contribuido a evitar la caída de la demanda que habría provocado una corrección de los desequilibrios acumulados durante la expansión de finales de los años 90. Desde este punto de vista, cualquier giro excesivamente rápido del estímulo fiscal también retrasaría la recuperación de la inversión.

La política fiscal discrecional tiene algunas limitaciones ...

... pero podría ser útil en circunstancias especiales

La confianza en la sostenibilidad fiscal ...

Sin embargo, continúa siendo fundamental mantener la confianza en la sostenibilidad a más largo plazo de la situación fiscal. La calidad del gasto es importante en este sentido. Los déficit fiscales que se deben a elevados niveles de inversión en infraestructura o en capital humano a menudo permiten que los países estén mejor preparados para el futuro que los déficit que estimulan el consumo. Las bajadas de los impuestos que reducen las distorsiones también elevan la tasa de crecimiento potencial. Para evaluar la orientación actual de las políticas, también debe recordarse que las proyecciones presupuestarias han mostrado a menudo una tendencia al "optimismo oficial", en otras palabras, la situación fiscal inicial podría perfectamente ser menos sólida de lo estimado actualmente. Además, los compromisos adquiridos por el sector público en el pasado, así como los efectos del envejecimiento de la población, suponen considerables pasivos futuros que podrían ser incluso mayores que los indicadores actuales de la deuda pública en algunos países.

... exige un marco a medio plazo

Por todas estas razones, la política fiscal exige un marco a medio plazo creíble. Durante los años 90, algunos países introdujeron reglas destinadas a aumentar la disciplina fiscal. Muchos adoptaron topes para el gasto público, los resultados fiscales o la deuda. En Estados Unidos, se impusieron techos nominales sobre el gasto público discrecional. La adopción de criterios fiscales claros en el Tratado de Maastricht reforzó la reducción de los déficit públicos en toda la Unión Europea. En Japón, donde no se adoptaron reglas formalmente vinculantes, es posible que la definición de directrices a medio plazo haya contribuido a contener los tipos de interés a largo plazo en unos niveles muy bajos, a pesar del enorme aumento de la deuda pública.

Las normas fiscales se han suavizado ...

Muchas de estas reglas contenían compromisos a corto plazo y no tanto a medio plazo. Además, se especificaron a menudo en términos absolutos, independientemente del ciclo económico o de la posibilidad de que se produjeran perturbaciones exógenas. Dichas deficiencias hicieron que resultara tentador suavizar las reglas en circunstancias adversas o incluso abandonarlas por completo. Esta tendencia ha quedado especialmente de manifiesto en Japón recientemente y también en Estados Unidos, donde las limitaciones del gasto se han suavizado en los últimos años. En la zona del euro, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento está más orientado hacia el medio plazo. Sin embargo, algunos países, al centrarse en los déficit fiscales existentes, que iban mejorando en coyunturas positivas, no adoptaron las medidas todavía más austeras necesarias para mejorar la situación subyacente de la deuda. Los ajustes presupuestarios de algunos países se financiaron a menudo con reducciones de la inversión más que con menores subvenciones.

... pero continúan siendo deseables

Las reglas que limitan la política fiscal mediante unas directrices a medio plazo creíbles ofrecerían varias ventajas. En primer lugar, la tendencia al crecimiento de los tipos de interés se reducirá si queda claro que cualquier otro tipo de medida fiscal a corto plazo se invertirá después. En segundo lugar, estas directrices también pueden contrarrestar las presiones para que los Gobiernos "regalen" los superávit fiscales durante los periodos de fuerte

crecimiento. En tercer lugar, un marco a medio plazo ayuda a disponer de cierto margen de maniobra, cuestión de especial interés en las zonas monetarias en caso de perturbaciones asimétricas. Por último, las reglas mejoran la transparencia y reducen la incertidumbre, lo cual puede contribuir a mejorar la coordinación entre los responsables de la política económica, así como en los mercados privados.

La evolución del comercio y de la cuenta corriente

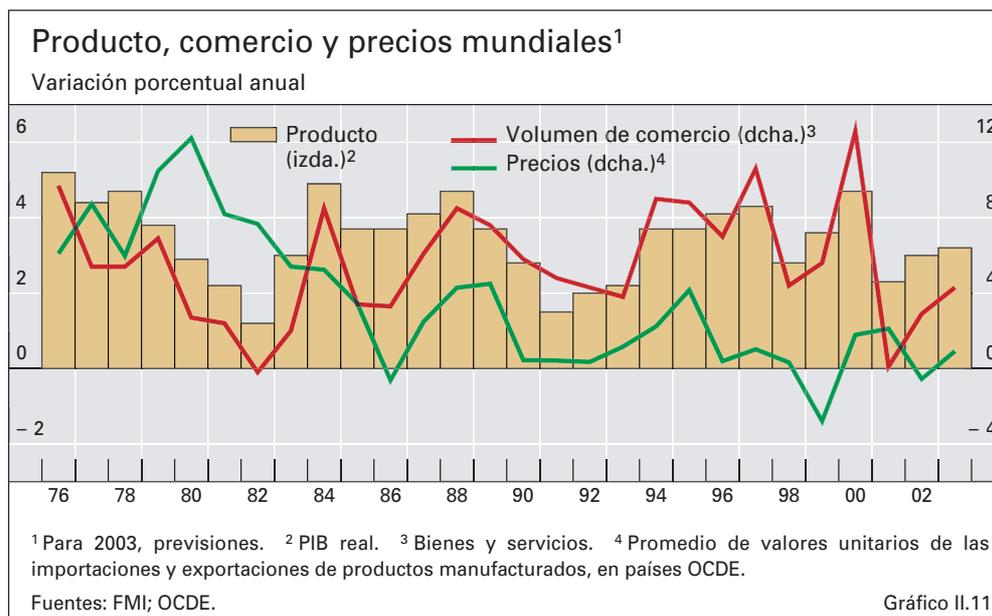
En los últimos tres años, los movimientos del comercio internacional parecen haber estado dominados por las variaciones de la inversión en alta tecnología y de las existencias, ambos muy intensivos en comercio. El final de la reducción de las existencias en Estados Unidos a principios del año pasado estimuló el comercio. Sin embargo, la recuperación fue breve, ya que las empresas se mostraron reacias a aumentar sus existencias y continuaron reduciendo la inversión. La lenta recuperación mundial también se reflejó en los precios de los bienes manufacturados en los mercados internacionales, que permanecieron prácticamente estables el año pasado (véase el Gráfico II.11).

En los países industrializados, los desequilibrios por cuenta corriente aumentaron significativamente en 2002. El déficit de Estados Unidos creció hasta alcanzar casi el 5% del PIB, mientras que Europa y, en mayor medida, Japón registraron superávits importantes, debido en parte a su crecimiento por debajo de las expectativas. En Estados Unidos, el aumento del déficit comercial fue el factor más determinante pero, por primera vez desde la segunda Guerra Mundial, la cuenta de renta anual neta por inversiones también registró un déficit.

Más de la mitad de las contrapartidas *externas* del empeoramiento de la cuenta corriente de Estados Unidos en 2002 se encuentran en las economías emergentes asiáticas y en América Latina. Los países con economías emergentes de Asia aumentaron su participación en el comercio

Aumento de los desequilibrios por cuenta corriente

Brusca disminución de las entradas de IED en Estados Unidos



Balanza de pagos de las tres principales zonas económicas									
En miles de millones de dólares de EEUU									
	Estados Unidos			Zona del euro			Japón		
	2000	2001	2002	2000	2001	2002	2000	2001	2002
Cuenta corriente	-410	-393	-503	-70	-17	60	119	89	112
Capital neto a largo plazo	422	335	285	-113	-22	53	-35	-73	-142
Inversión directa	129	3	-93	-5	-92	-43	-23	-32	-23
Acciones	90	15	35	-228	110	46	-21	28	-54
Bonos	203	317	343	120	-40	50	9	-69	-65
Balanza básica ¹	12	-58	-218	-183	-39	113	84	16	-30

¹ Cuenta corriente más capital neto a largo plazo.
Fuentes: BCE; datos nacionales. Cuadro II.4

mundial, así como su superávit por cuenta corriente. En América Latina, la reducción del déficit se debió principalmente a la disminución de las importaciones (véase el Capítulo III). Además, el volumen y la composición de los movimientos de capitales entre las tres grandes zonas económicas variaron considerablemente. Al debilitarse la expansión de la inversión, los precios de las acciones cayeron y las empresas de Estados Unidos redujeron su déficit financiero, lo cual precipitó una caída vertiginosa de las entradas de inversión directa en Estados Unidos (véase el Cuadro II.4). Este impacto fue más grave expresado en dólares, debido a la depreciación de la moneda estadounidense. Además, el aumento de las entradas de bonos se debió cada vez más a compras de títulos del Tesoro de Estados Unidos y de las agencias gubernamentales de ese país, más que a compras de títulos de empresas. El año pasado, la zona del euro también se convirtió en un receptor neto de entradas de capital, ya que disminuyeron las salidas netas de IED y se invirtió la salida neta anterior de bonos (véase el Capítulo V).

Tendencias recientes del ahorro mundial

Grandes cambios de oferentes y demandantes netos de ahorro

Desde mediados de los años 90, los grandes cambios en las posiciones de los países o de las regiones en tanto que oferentes o demandantes netos de ahorro han generado un continuo aumento de los desequilibrios por cuenta corriente (véase el Cuadro II.5). La proporción del ahorro mundial necesaria

Balanzas por cuenta corriente, ahorro y PIB									
En porcentaje									
	Balanza por cuenta corriente ^{1,2}			Ahorro ^{1,3}			PIB ⁴		
	1992	1997	2002	1992	1997	2002	1992	1997	2002
Estados Unidos	-0,8	-1,5	-4,8	16,5	18,4	13,8	26,5	28,2	32,5
Zona del euro	-1,2	1,6	1,1	20,5	21,9	21,2	26,5	22,1	20,7
Japón	2,9	2,2	2,8	33,7	30,8	26,5	15,9	14,6	12,4

¹ En porcentaje del PIB nacional o regional. ² Para la zona del euro, suma de los países. ³ Definido como la suma de la inversión y del balance por cuenta corriente. ⁴ PIB nacional o regional, calculado en dólares de EEUU, en porcentaje del PIB mundial.
Fuentes: FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*; datos nacionales. Cuadro II.5

para financiar el desequilibrio externo de Estados Unidos se ha triplicado con creces desde 1997. En cambio, las economías de mercado emergentes se han convertido en oferentes netos de ahorro, siendo especialmente impresionante el cambio ocurrido en las economías emergentes de Asia. Tras la crisis de 1997–98, la balanza por cuenta corriente asiática aumentó más de un 5% del PIB en sólo dos años. En 2002, la región asiática (incluyendo Japón) cubrió, junto con Europa, dos tercios de la brecha de financiación de Estados Unidos. Sin embargo, la discordancia entre las balanzas por cuenta corriente mundiales impide conocer todas las fuentes de ahorro mundial. Esta discordancia casi había desaparecido en 1997, pero ha retornado desde entonces al nivel de casi 0,5% del PIB mundial registrado hace 10 años.

Los cambios en la oferta y el uso del ahorro, junto con la correspondiente dinámica de los desequilibrios de la cuenta corriente, son atribuibles a diversos factores. Las tasas de ahorro han tendido a disminuir durante los últimos años, debido en parte a la desaceleración general registrada desde el año 2000.

Los cambios más espectaculares se han observado en Japón. En los últimos 10 años, la tasa de ahorro nacional de Japón ha caído más de 7 puntos porcentuales, situándose en un 26,5%, siendo uno de los factores principales en la reducción de la tasa de ahorro mundial. Además, como la propensión de Japón al ahorro ha permanecido superior a la media mundial, el desplazamiento de la distribución de la renta mundial fuera de Japón ha reducido todavía más la tasa de ahorro mundial. Un importante aspecto de esta tendencia es que los acontecimientos ocurridos en Estados Unidos han afectado negativamente a la tasa de ahorro mundial. La reducción de la propensión de Estados Unidos al ahorro (especialmente en los dos últimos años) ha coincidido con un desplazamiento de la distribución de la renta en los países industrializados avanzados en favor de Estados Unidos. Aunque la evolución en Europa ha sido más o menos neutral, el desplazamiento de la distribución del PIB mundial en favor de las economías emergentes asiáticas de elevado ahorro ha contrarrestado en parte los efectos procedentes de Japón y Estados Unidos. América Latina ha experimentado cambios relativamente pequeños y continúa siendo una región de escaso ahorro.

Debido a los acontecimientos antes analizados, Estados Unidos ha aumentado su dependencia del ahorro mundial durante la década anterior. Las economías emergentes asiáticas se han convertido cada vez más en exportadoras de capital y actualmente contribuyen al ahorro mundial más que Japón.

Perspectivas a corto plazo

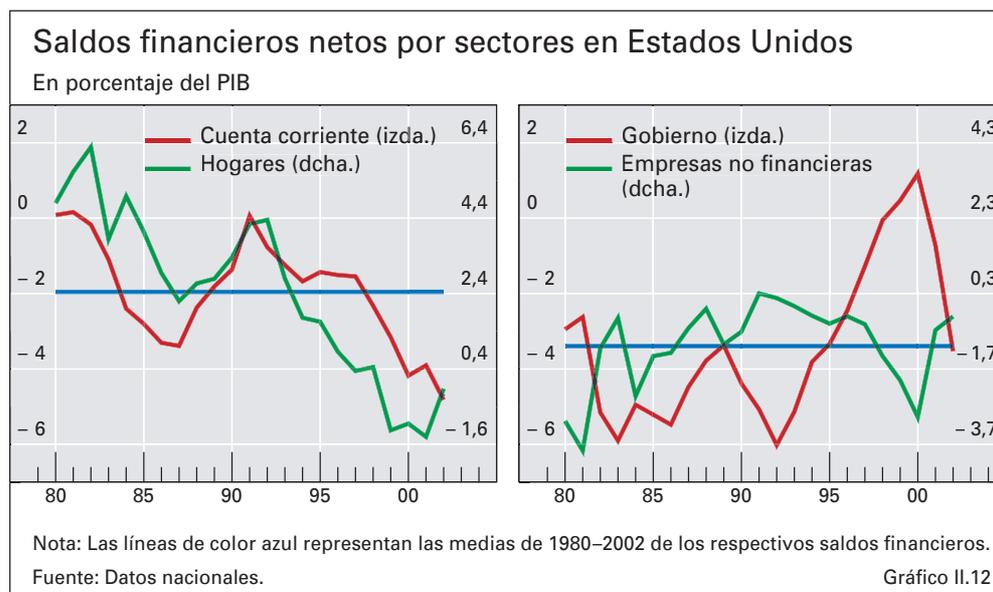
En el supuesto de que Estados Unidos continúe creciendo más deprisa que otros países industrializados en un futuro próximo, la mayoría de los expertos prevé actualmente un aumento aún mayor del déficit por cuenta corriente de Estados Unidos y un aumento paralelo de la deuda exterior neta. Por ello, cabe preguntarse sobre su sostenibilidad, así como sobre los ajustes externos y las variaciones de los tipos de cambio que podrían producirse consecuentemente (véase el Capítulo V). Tales acontecimientos vendrían

Significativa
disminución de la
tasa de ahorro
mundial ...

... con una caída
especialmente
pronunciada en
Japón ...

... pero con una
contribución
creciente de las
economías
emergentes de Asia

El aumento del
déficit por cuenta
corriente de EEUU
desde mediados
de los 90 ...



acompañados, por definición, de cambios en las contrapartidas internas del déficit por cuenta corriente.

Como se ha señalado anteriormente, en Estados Unidos tanto los hogares como las entidades no financieras han conseguido mejorar sus saldos financieros en los dos últimos años. En cambio, el resultado fiscal ha empeorado significativamente, de tal manera que el año pasado el déficit fiscal representó cerca de las tres cuartas partes del déficit externo. De hecho, recordando lo ocurrido durante algunos años de la década de los 80, cuando el déficit fiscal y el externo aumentaron paralelamente, algunos observadores han expresado su preocupación por la reaparición de un problema de “déficit gemelos” en Estados Unidos. Esto supondría que para reducir el déficit externo sería necesario mejorar el resultado fiscal.

La evolución de la tasa de ahorro de los hogares también es fundamental, ya que afecta tanto a la cuenta corriente como al resultado fiscal. Así quedó de relieve durante la segunda mitad de los años 80, cuando un aumento significativo del ahorro de los hogares provocó una reducción del déficit por cuenta corriente en Estados Unidos, mientras que el déficit fiscal estructural permaneció en general inalterado en niveles relativamente elevados. La idea de que el ahorro (o el consumo) de los hogares ha sido un factor importante en la evolución de la balanza por cuenta corriente en Estados Unidos queda incluso más patente en la década de los 90 (véase el Gráfico II.12). Entre 1991 y 2000, el saldo financiero de los hogares empeoró casi 5 puntos porcentuales del PIB. La balanza por cuenta corriente respondió pasando de un pequeño superávit a un déficit del 4% del PIB, mientras que el resultado fiscal pasó de un gran déficit (-5%) a un pequeño superávit (1%). Desde entonces, el saldo financiero de los hogares ha mejorado hasta cierto punto, pero permanece notablemente por debajo de su media a largo plazo, mientras que el déficit por cuenta corriente se ha incrementado aún más.

Una disminución de los déficit fiscales ayudaría a reducir el desequilibrio por cuenta corriente, pero parece improbable una reducción sustancial del

... se debe, en particular, a la disminución del ahorro de los hogares

déficit fiscal en Estados Unidos en el contexto de recientes reducciones y propuestas de reducción de los impuestos y de aumento del gasto público tanto en defensa como en seguridad nacional. Además, los déficit financieros de las entidades no financieras no están muy alejados de las medias de los últimos 20 años, lo cual, *prima facie*, parece que limitaría las posibilidades de que éste fuese el origen de un gran ajuste. En todo caso, una inversión empresarial mucho menor como clave para alcanzar un ajuste de la cuenta corriente parecería contraproducente en cuanto a las perspectivas de crecimiento futuro. Este análisis implica que, a más largo plazo, podría ser necesario un aumento de la tasa de ahorro de los hogares para que el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos se reduzca de forma sostenible.

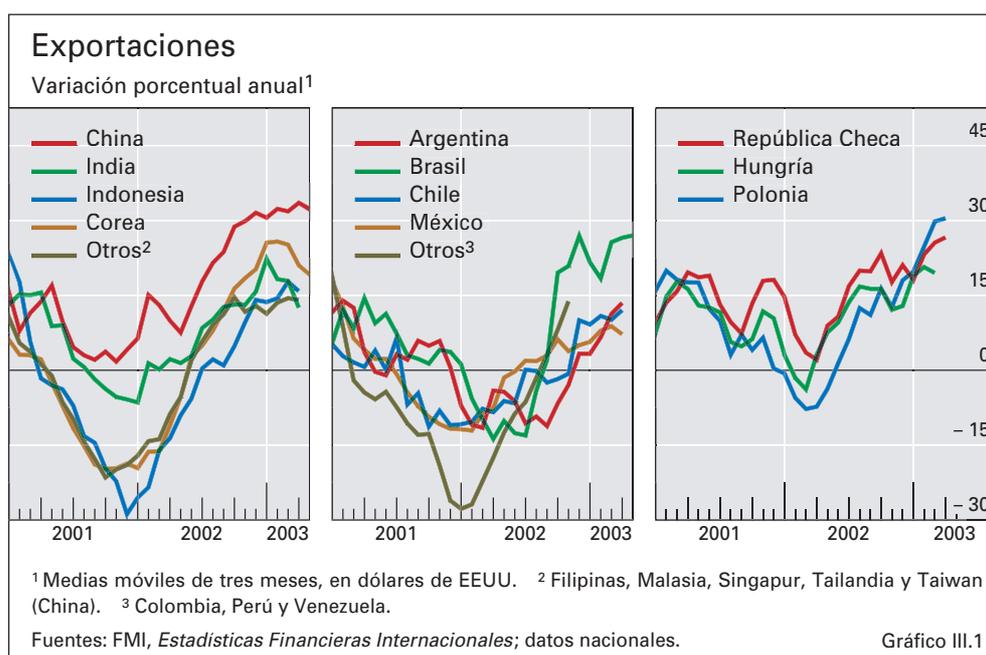
En los últimos cinco años, los crecientes déficit por cuenta corriente de Estados Unidos casi han coincidido exactamente con el aumento de la discordancia entre las balanzas por cuenta corriente mundiales y la acumulación de superávit por cuenta corriente en las economías de mercado emergentes, especialmente en Asia. En cambio, en ese mismo periodo, las posiciones de la cuenta corriente de Japón y de la zona del euro no han variado significativamente. La posición externa de la zona del euro se ha mantenido casi equilibrada, aunque ha registrado un superávit por cuenta corriente algo mayor en 2002, ya que el ahorro neto del sector privado ha contrarrestado con creces el mayor déficit del sector público. En Japón, el superávit por cuenta corriente, considerablemente mayor que en la zona del euro, también se ha mantenido bastante estable desde mediados de los años 90. Esta estabilidad se ha debido a un marcado ajuste del sector empresarial, especialmente a una reducción de la inversión, contrarrestada por una considerable disminución de la tasa de ahorro de los hogares. El déficit público también aumentó sustancialmente en la década de los 90, y prácticamente se ha estabilizado en unos niveles muy altos en los últimos años.

Posiciones estables de la cuenta corriente en la zona del euro y Japón

III. Evolución de las economías de mercado emergentes

Aspectos más destacados

La recuperación moderada, aunque desigual, de las economías desarrolladas durante 2002 estuvo asociada a una acusada divergencia de las tasas de crecimiento en las economías emergentes. Esta evolución fue el reflejo de diferencias en el comportamiento de la demanda, así como de restricciones financieras externas. El crecimiento relativamente intenso registrado en Asia y en Europa central y oriental se cimentó en una recuperación generalizada de las exportaciones durante el año 2002 (véanse el Gráfico III.1 y el Cuadro III.1), a pesar del lento ritmo al que avanzaban las economías desarrolladas. El crecimiento de las exportaciones en Asia, aunque impulsado por la demanda procedente de China, se desaceleró a comienzos de 2003. En Europa central y oriental, el aumento de las exportaciones gozó del respaldo de las ventas efectuadas a un conjunto más amplio de países. Por el contrario, en América Latina, las restricciones financieras llevaron a un crecimiento más lento o incluso negativo, a una reducción de las importaciones y a disminuciones de los déficit de la balanza por cuenta corriente (véase el Cuadro III.1). Sin embargo, las exportaciones comenzaron a estimular el crecimiento de la región durante el segundo semestre de 2002, tras la depreciación en términos reales de los tipos de cambio en la región. Las condiciones de financiación externa también mejoraron en el último trimestre de 2002 y esta tendencia se mantuvo en el primer trimestre de 2003.



Crecimiento de la producción, inflación y balanza por cuenta corriente									
	PIB real ¹			Precios de consumo ¹			Balanza por cuenta corriente ²		
	Media 1998-2001	2002	2003	Media 1998-2001	2002	2003	Media 1998-2001	2002	2003
Asia ³	5,4	6,2	5,8	2,8	1,1	2,1	3,7	2,9	1,9
China	7,5	8,0	7,2	-0,3	-0,7	0,4	2,1	2,1	1,1
Corea	3,9	6,3	4,2	3,6	2,8	3,5	5,3	1,3	0,2
Filipinas	2,6	4,6	3,6	6,7	3,1	3,9	7,8	5,7	3,3
Hong Kong RAE	2,0	2,2	1,7	-1,7	-3,0	-2,2	4,1	9,7	10,5
India	5,5	4,4	5,8	5,2 ⁴	2,3 ⁴	4,9 ⁴	-0,8	0,7	0,3
Indonesia	-1,7	3,7	3,5	21,9	11,9	8,2	4,6	4,1	3,0
Malasia	1,7	4,1	3,8	2,7	1,8	1,6	11,5	7,7	6,8
Singapur	3,2	2,2	2,1	0,7	-0,4	0,8	21,0	21,5	20,9
Tailandia	-0,1	5,2	4,2	2,9	0,5	1,9	9,0	6,1	4,7
Taiwan, China	3,4	3,5	2,9	0,8	-0,1	0,1	3,4	9,1	6,6
América Latina ³	1,7	-0,6	1,5	7,7	9,4	10,3	-3,1	0,2	0,1
Argentina	-1,0	-10,9	4,6	-0,6	25,9	12,7	-3,6	8,8	7,1
Brasil	1,7	1,5	1,9	5,5	8,4	12,2	-4,4	-1,7	-0,8
Chile	2,8	2,1	3,4	4,0	2,4	3,2	-2,2	-0,8	-1,0
Colombia	0,2	1,5	2,2	12,3	7,2	6,4	-1,4	-1,8	-2,5
México	3,7	0,7	2,2	11,6	5,1	4,2	-3,1	-2,2	-2,5
Perú	1,1	5,2	4,0	4,1	0,2	2,4	-3,5	-2,0	-2,0
Venezuela	-0,0	-8,9	-13,7	21,7	22,4	44,7	3,9	9,6	8,6
ECO ⁵	2,8	3,5	3,7	12,3	6,1	5,4	-4,8	-4,1	-4,2
Hungría	4,5	3,3	3,5	10,8	5,3	4,8	-3,5	-4,0	-4,7
Polonia	3,5	1,3	2,8	8,6	1,9	1,2	-5,5	-3,6	-3,6
República Checa	1,4	2,0	2,5	5,3	1,8	0,9	-3,7	-5,3	-5,6
Rusia	3,9	4,3	4,8	36,6	16,3	13,3	10,2	9,5	7,4
Turquía	-0,6	7,8	3,8	64,3	45,0	28,1	-0,8	-1,0	-1,8
<i>Pro memoria: países del G-7</i>	2,5	1,6	1,7	1,8	1,3	1,8	-1,0	-1,5	-1,6

Nota: Las cifras para 2003 se basan en las previsiones de Consensus de mayo y en FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*.
¹ Variación porcentual anual. ² En porcentaje del PIB. ³ Media ponderada de los países incluidos, basada en el PIB y en los tipos de cambio PPA del año 2000. ⁴ Precios al por mayor. ⁵ ECO (Europa Central y Oriental): media simple de Bulgaria, Croacia, Eslovaquia, Eslovenia, Hungría, Polonia, República Checa y Rumania.
Fuentes: FMI; OCDE; © Consensus Economics; datos nacionales; estimaciones del BPI. Cuadro III.1

Las previsiones de consenso indican una recuperación modesta del crecimiento en América Latina, a partir de las expectativas que señalan que se mantendrán el crecimiento de las exportaciones y la reciente mejora de las condiciones financieras externas. Sin embargo, la persistencia de la incertidumbre geopolítica y la propagación del virus de la neumonía atípica (SARS) han provocado un debilitamiento significativo de la actividad económica en Asia. Por el contrario, se espera una aceleración del crecimiento en Europa central y oriental, así como en África (véanse los Cuadros III.1 y III.8).

La existencia de elevados déficit fiscales en varios países de Europa central y oriental supone un importante desafío, especialmente con vistas a su adhesión a la UE. Varios países de América Latina también se enfrentan

a difíciles decisiones de política económica. En algunos de ellos, las elevadas y crecientes cargas de la deuda pública requieren un ajuste fiscal. En otros, la tarea principal será contener la inflación, que se pronostica creciente, especialmente en aquellos países donde se han incumplido recientemente los objetivos de inflación. En ambos casos, el margen de maniobra disponible para estimular la demanda interna en presencia de perturbaciones negativas será muy limitado.

Evolución de la balanza de pagos

Los superávit y los flujos de capital crecieron en Asia ...

Los superávit por cuenta corriente de las economías de mercado emergentes consideradas en su conjunto aumentaron en 30 mil millones de dólares durante el año 2002. En Asia, los superávit crecieron enormemente, mientras que en América Latina se redujeron los déficit. Al mismo tiempo, los flujos de capital privado hacia las economías emergentes crecieron hasta duplicarse con creces (véase el Cuadro III.2). Los flujos de capital que llegaron a

Balanza de pagos de las economías emergentes ¹				
En miles de millones de dólares de EEUU				
	Media 1995-96	Media 1997-2000	2001	2002
Balanza por cuenta corriente	92	9	84	114
Asia	-34	77	78	102
América Latina	-39	-65	-53	-17
Economías en transición	-9	-8	12	10
Oriente Medio y Turquía	1	15	48	26
África	-11	-9	-0	-8
Flujos de capital privado	218	69	39	86
Asia	111	-11	16	70
América Latina	52	56	35	2
Economías en transición	36	14	21	34
Oriente Medio y Turquía	9	1	-38	-25
África	11	10	6	6
Variación de reservas ²	-114	-79	-119	-209
Asia	-45	-53	-85	-167
América Latina	-26	0	1	-1
Economías en transición	-21	-9	-18	-31
Oriente Medio y Turquía	-17	-11	-5	-8
África	-5	-6	-12	-1
<i>Pro memoria: Flujos de capital privado por tipos</i>				
Inversión extranjera directa	102	148	171	139
Inversión de cartera	72	26	-39	-37
Otros ³	44	-105	-93	-17

Nota: No se incluye la financiación oficial.

¹ Incluye países en desarrollo, Corea, Israel, Singapur y Taiwan (China), pero no Hong Kong RAE.

² Un valor negativo indica un aumento de las reservas. ³ Incluye flujos bancarios.

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

Cuadro III.2

Asia y a las economías en transición (incluidas la Comunidad de Estados Independientes y Mongolia) aumentaron, aunque en América Latina disminuyeron de forma abrupta, lo que condujo a importantes restricciones financieras externas en varias de las economías de la región.

La principal contrapartida del aumento de los superávits por cuenta corriente y de las entradas de capital fue un sustancial incremento de 90 mil millones de dólares de las reservas internacionales de las economías de mercado emergentes. El aumento de las reservas casi llegó a duplicarse en Asia, alcanzando los 167 mil millones de dólares (véase el Cuadro III.2). Por el contrario, las reservas externas en América Latina apenas variaron. Esta evolución está básicamente en consonancia con las tendencias observadas desde las crisis asiáticas de 1997. Entre los países asiáticos incluidos en el Cuadro III.1, la mediana de la relación entre las reservas externas y el PIB aumentó desde un 12% en 1996 hasta alcanzar un 26% en 2002. Las reservas en América Latina, calculadas de esta misma forma, han permanecido inmóviles en el 10%. La acumulación de reservas es el resultado de diversas fuerzas y políticas macroeconómicas y pocos bancos centrales cuentan con un objetivo explícito para ellas. Aun así, la significativa acumulación de reservas externas en Asia parece reflejar los esfuerzos de las autoridades monetarias asiáticas por limitar las fluctuaciones de los tipos de cambio y reducir la vulnerabilidad de sus economías.

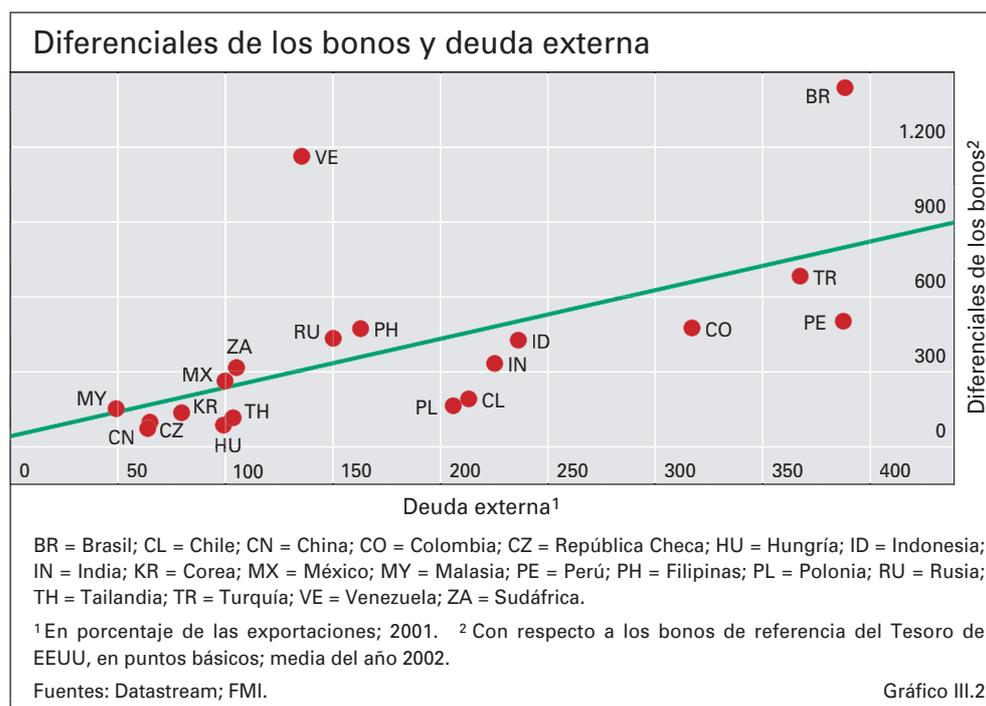
La dirección de los flujos de capital reflejó hasta cierto punto las condiciones reinantes en los mercados financieros desarrollados, en los que la abundante liquidez, en forma de tipos de interés oficiales bajos, se vio contrarrestada durante gran parte del periodo por una menor disposición de los inversionistas a asumir riesgos (véase el Capítulo VI). Desde mediados de 2002, esta evolución condujo a una ampliación de los diferenciales sobre los bonos de alto rendimiento y la deuda soberana, una tendencia que se invirtió hacia el último trimestre de 2002 a medida que se reducía significativamente el coste de la financiación del Estado.

Aunque la modificación de las expectativas existentes en los mercados financieros internacionales afectó a todos los países, las variables fundamentales de cada economía nacional acabaron siendo las que determinaron la magnitud de los diferenciales aplicados a la deuda de cada país. Las inquietudes acerca de la sostenibilidad de la deuda externa fueron particularmente importantes, ya que los diferenciales medios aplicados a la deuda internacional durante 2002 fueron directamente proporcionales al cociente entre la deuda externa y las exportaciones (véase el Gráfico III.2). Brasil y Venezuela presentaron valores atípicos, con diferenciales mucho más elevados, como resultado de la creciente incertidumbre política. El acusado incremento de los diferenciales brasileños comenzó en mayo de 2002, aproximadamente un mes antes de que se ampliaran los diferenciales en el mercado estadounidense de bonos de alto rendimiento. Sin embargo, los diferenciales brasileños comenzaron a mostrar una tendencia a la baja en el último trimestre de 2002, a medida que la Administración recientemente elegida adoptaba medidas para refrendar ante los inversionistas su intención de aplicar políticas prudentes. En

... al igual que hicieron las reservas de divisas

Las condiciones en los mercados desarrollados influyeron sobre los flujos de capital ...

... al igual que hicieron las variables fundamentales internas



Venezuela, los diferenciales permanecieron elevados debido a la persistente incertidumbre sobre las políticas gubernamentales y a la interrupción de la producción de petróleo.

La IED también reflejó las variables fundamentales

La dirección que tomaron la inversión extranjera directa (IED) y otros flujos también reflejó las variables fundamentales de cada país. La mayor parte de los flujos de IED hacia los países de Asia oriental (algunos de ellos procedentes de otros países de la región) se concentraron en China, atraídos por las oportunidades ofrecidas tras su adhesión a la OMC y por su nuevo papel en la economía mundial. También se produjeron sustanciales incrementos de otros movimientos de capital hacia los países asiáticos, en parte por la retirada de sus depósitos en bancos internacionales. Estos fondos pueden haber encontrado una utilización más rentable dentro de la región asiática, caracterizada por un elevado crecimiento. Las oportunidades ofrecidas por la adhesión a la Unión Europea también acrecentaron la IED en los países candidatos. En América Latina, la reducción del crecimiento y de las oportunidades de inversión condujo a una reducción de la IED.

Asia

El crecimiento superó las expectativas en Asia ...

Durante el año 2002, el crecimiento en la mayoría de las economías asiáticas superó las expectativas. El crecimiento económico se aceleró en China y Corea y se recuperó en Hong Kong RAE (en adelante, Hong Kong) y Malasia, al tiempo que se invirtieron las fuertes contracciones del producto en Singapur y Taiwan, China (en adelante, Taiwan). El crecimiento también fue intenso en Tailandia, Filipinas e Indonesia, mientras que se desaceleró en cierta medida en la India, debido a una sequía que mermó la producción agrícola. La recuperación de la región estuvo impulsada por la demanda interna, apoyada

en políticas económicas expansivas (véase el Cuadro III.3), así como por un intenso repunte de las exportaciones durante parte del año 2002.

La incertidumbre acerca de las perspectivas económicas de Asia aumentó en el primer trimestre de 2003, al observarse indicios de debilidad de la demanda externa, y se acentuó en gran medida durante abril y mayo a consecuencia de la propagación del síndrome respiratorio agudo grave (SARS) en China, Hong Kong y otras economías asiáticas. Por último, las perspectivas de crecimiento de Corea del Sur se vieron afectadas por las tensiones con Corea del Norte y por la quiebra de un importante conglomerado que tuvo repercusiones en el sector financiero.

... pero la incertidumbre aumentó

A pesar de la incertidumbre, China creció con mucha rapidez en el primer trimestre de 2003, reflejando el continuo gasto público en infraestructura y los fuertes aumentos del consumo privado y de la inversión. El incremento de los flujos de inversión directa tras la adhesión de China a la OMC en 2001 estimuló la inversión privada. Al mismo tiempo, los crecientes ingresos de los habitantes de zonas urbanas fomentaron el gasto de los hogares en bienes de consumo duradero y en servicios de gran valor. Ese gasto impulsó la producción industrial durante el primer trimestre de 2003, al tiempo que un fuerte incremento de las exportaciones también contribuyó a su expansión.

En China, aumentó el gasto privado ...

En la India, una disminución de la producción del sector agrícola redujo el crecimiento del pasado año hasta una tasa ligeramente inferior al 4,5%, a pesar de que el sector industrial experimentó una recuperación y la demanda interna mantuvo su vigor. Las exportaciones de bienes y servicios se vieron impulsadas por un crecimiento muy rápido de la producción de software y por una creciente subcontratación en el sector de las tecnologías informáticas (TI) y de servicios a empresas que realizaron otros países en la India. Junto con las remesas de los no residentes, las exportaciones de servicios contribuyeron por segundo año consecutivo al superávit de la cuenta corriente. El Gobierno introdujo asimismo una serie de importantes reformas que estimularon la confianza de los inversionistas en la economía. Entre éstas, cabe destacar la

... mientras que en la India crecieron las exportaciones de productos de alta tecnología

Asia: demanda interna (DI) y exportaciones netas (EXN)										
Contribución al crecimiento del PIB, en porcentaje										
	China		Corea		Filipinas		Hong Kong RAE		India	
	DI	EXN	DI	EXN	DI	EXN	DI	EXN	DI	EXN
1996-2000	7,5	0,8	-0,4	4,9	2,6	1,1	1,5	1,9	7,0	-1,2
2001	7,3	0,0	1,7	1,6	5,2	-2,0	0,8	-0,2	5,3	0,1
2002	7,3	0,7	4,5	2,0	5,5	-1,0	-1,3	3,6	4,5	-0,2
	Indonesia		Malasia		Singapur		Tailandia		Taiwan, China	
	DI	EXN	DI	EXN	DI	EXN	DI	EXN	DI	EXN
1996-2000	-0,6	1,4	-0,3	4,9	4,9	1,4	-7,0	5,0	5,1	0,7
2001	4,9	-1,5	0,1	0,3	-6,3	3,9	1,8	0,1	-4,9	2,7
2002	1,9	1,8	6,3	-2,1	-1,9	4,1	3,8	1,4	1,2	2,3

Fuentes: JPMorgan, *World Financial Markets*; datos nacionales.

Cuadro III.3

venta al sector privado de algunas empresas estratégicas y la aprobación de una legislación encaminada a facilitar la recuperación de los préstamos bancarios.

La demanda interna condujo el crecimiento

La demanda interna condujo en general el crecimiento en otros países de la región durante 2002 (véase el Cuadro III.3). En Corea, el aumento del crédito bancario a los hogares y al sector inmobiliario impulsó la demanda interna durante el primer semestre del año, si bien el gasto de los hogares se ha desacelerado desde entonces a consecuencia de una política más restrictiva. El aumento del gasto público y del consumo también impulsó la demanda en Filipinas, Malasia y Tailandia. En Indonesia, la confianza de los consumidores creció tras la desaparición de ciertas incertidumbres políticas y la introducción de una serie de importantes reformas estructurales. Asimismo, los precios del petróleo más elevados favorecieron un incremento de la renta real en Indonesia. En claro contraste, la contribución de la demanda interna al crecimiento continuó siendo negativa en Singapur y se tornó negativa en Hong Kong. A la hora de impulsar la recuperación, ambas economías se apoyaron en mayor medida en la demanda externa.

Una explicación de la desinflación y de la deflación

La reducida inflación reflejó el fin del auge de la región ...

La inflación media de la región disminuyó el pasado año hasta alcanzar el 1,1%, muy por debajo de la tasa media registrada en el periodo 1998–2001 (véase el Cuadro III.1). La deflación se agudizó en Hong Kong y los descensos de precios reaparecieron en China y Singapur. Filipinas, la India y Tailandia registraron asimismo las tasas de inflación más reducidas de los últimos años. En algunos casos, las presiones a la baja sobre los precios parecían ser el resultado de factores transitorios, tales como los precios de los alimentos. Sin embargo, en términos más generales, la desinflación o la deflación registradas en una serie de economías asiáticas podrían considerarse como un efecto del fin del auge económico que vivió la región durante la década de los 90, al que siguió una debilidad persistente de la demanda privada. Esta situación puede ser hasta cierto punto el resultado de dificultades asociadas a tensiones financieras posteriores a la crisis asiática o de un exceso de capacidad instalada tras el rápido crecimiento del capital fijo durante el periodo de auge.

... centrado en los mercados inmobiliarios ...

En algunas economías, los precios de la propiedad inmobiliaria, que alcanzaron máximos en 1996–97, se hundieron y deprimieron la demanda, provocando unos niveles crecientes de desempleo y desinflación. Este efecto se ha observado con mayor intensidad en Hong Kong, donde además se han dejado sentir otras presiones deflacionarias. La desaceleración del comercio exterior de China afectó a la actividad económica de Hong Kong en 2001. Asimismo, se ha producido una tendencia de alineamiento de los precios hacia los niveles mucho más reducidos de la China continental. También se han observado descensos en los precios de la propiedad inmobiliaria o de los alquileres en otras economías asiáticas, como Singapur y Tailandia.

... y en el sector de alta tecnología

Los excesos de capacidad instalada también han creado problemas en toda la región, especialmente en el sector de alta tecnología. En muchas economías asiáticas, la inversión bruta en capital fijo se redujo drásticamente después de 1997, mientras que la recuperación observada en los años

siguientes ha sido generalmente débil. En Singapur y Taiwan, países que en la actualidad están experimentando una leve deflación, el periodo de auge estuvo asociado a un incremento de las exportaciones del sector de alta tecnología, que continuó hasta aproximadamente el año 2000. El efecto desinflacionario producido por la caída de la demanda en este sector en 2001 fue significativo y la recuperación desde entonces ha sido desigual. La vacilante recuperación de Estados Unidos, las deficiencias persistentes en la economía japonesa y el continuo exceso de capacidad en los sectores de la TI y de las telecomunicaciones han condicionado esta situación. Estas economías se han encontrado con la difícil tarea de compensar los citados factores incrementando sus cuotas de mercado en otros sectores. Esa dificultad ha obedecido, en parte, al creciente desafío que representa China en términos de competencia (véase a continuación).

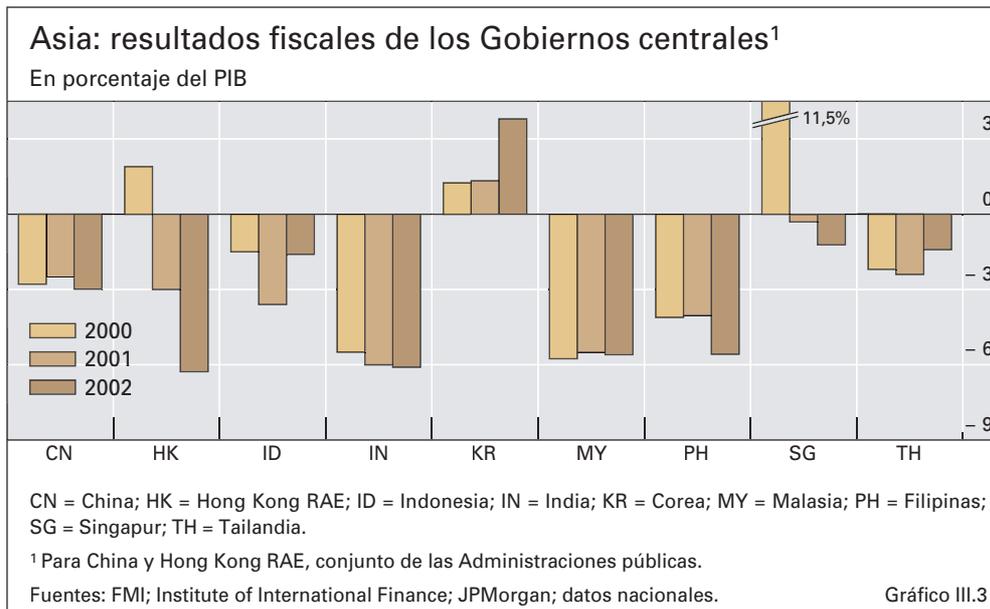
La deflación en China es más desconcertante. Los fuertes incrementos del gasto público y el intenso crecimiento económico no han conseguido alzar el nivel general de precios, especialmente en el sector de manufacturas. Una posible explicación sería que la deflación refleja un exceso de capacidad y una oferta de trabajo de bajo coste muy elástica. Este exceso de capacidad también podría ser el resultado de la existencia de empresas estatales no rentables que continúan activas. La adquisición de conocimientos tecnológicos y de gestión y la mejora de las cualificaciones profesionales asociadas al crecimiento de la IED, han elevado de manera muy significativa la productividad en China, lo cual tiende también a reducir los precios (en los Capítulos II y IV se ofrecen otras perspectivas acerca de la deflación).

La deflación en China es desconcertante

Crecimiento de la demanda interna en Asia

Las economías asiáticas han logrado por lo general elevar su demanda interna, merced no sólo a los estímulos fiscales y monetarios, sino también a un vigoroso auge del gasto de los hogares financiado a crédito observado en una serie de países, incluido el gasto en vivienda.

¿Pueden las políticas impulsar la demanda?



Indicadores de deuda						
	Deuda pública ¹			Deuda externa ²		
	1996	2000	2002	1996	2000	2002
China	7	15	16 ³	85	60	54
Corea	8	17	22	126	78	82
Filipinas	53	66	74	197	134	158
India	57	67	73	283	236	216
Indonesia	24	82	92 ³	259	217	231
Malasia	35	37	46	51	43	49
Tailandia	15 ⁴	57 ⁴	54 ⁴	194	115	95
Argentina	36	45	146	468	554	530
Brasil	33	49	57	379	432	395
Chile	15	14	16	144	198	226
Colombia	14	37	51	273	261	313
México ⁵	37	37	40	164	90	100
Perú	49	45	47	492	406	364
Venezuela	49	27	40	150	120	162

¹ En porcentaje del PIB. ² En porcentaje de las exportaciones. ³ 2001. ⁴ Incluye los pasivos del Fondo para el Desarrollo de las Instituciones Financieras. ⁵ Incluye la deuda emitida por el Instituto para la Protección al Ahorro Bancario (IPAB).

Fuentes: FMI; Banco Mundial; datos nacionales. Cuadro III.4

El estímulo fiscal ha sido importante

Los estímulos fiscales han sido importantes para la recuperación de las economías asiáticas tras la crisis de los últimos años de la década de los 90. Con la notable excepción de Corea, las economías de la región han incurrido en déficit fiscales desde el año 2000 (véase el Gráfico III.3). En consecuencia, los niveles de deuda pública en algunas economías asiáticas han crecido de manera sustancial desde mediados de la década de los 90 (véase el Cuadro III.4). En la India, Indonesia, Filipinas, y en menor medida en Tailandia, los coeficientes de endeudamiento son relativamente altos. Por el contrario, algunas economías presentan niveles de deuda pública reducidos (Corea) o incluso carecen de deuda pública neta (Hong Kong). El hecho de tener este año un coeficiente de deuda pública reducido ha concedido a Corea un cierto margen de maniobra para contrarrestar el lento crecimiento económico mediante la aplicación de políticas expansivas.

Las percepciones del mercado no se interponen

La opinión de los mercados condiciona también la viabilidad de las políticas fiscales expansivas. En la mayoría de los países asiáticos, los mercados parecen inclinados a aceptar incluso déficit abultados debido al excelente historial de estos países a la hora de cumplir con el servicio de su deuda pública, al intenso crecimiento del producto y de las exportaciones, a las altas tasas de ahorro privado, a las reservas de divisas relativamente importantes y a los reducidos cocientes entre deuda externa y exportaciones. Aun así, las percepciones pueden ser frágiles. Por ejemplo, el margen de maniobra para acometer una política más expansiva en Hong Kong se ha visto limitado por la inquietud acerca del modo en que los mercados percibirían dicha maniobra, a pesar de contar con reservas fiscales considerables.

En China, el estímulo fiscal ha sido posible gracias en parte a que los controles de capital continúan logrando que los elevados ahorros internos se inviertan en el país. Sin embargo, desde una perspectiva de medio plazo, existen motivos para limitar el uso de la política fiscal. Por una parte, el gasto público es menos eficiente que el gasto privado. Además, los problemas de sostenibilidad de la deuda, que no quedan patentes por el momento, podrían hacerse más visibles a lo largo del tiempo y afectar así a la confianza depositada en bancos que poseen importantes volúmenes de deuda pública. De hecho, el Gobierno chino ya ha manifestado su preocupación acerca de la sostenibilidad de la deuda a largo plazo, apremiado por los pasivos implícitos procedentes de pérdidas sufridas en el sector financiero o de compromisos en concepto de pensiones que no quedan reflejados en las cifras oficiales de la deuda pública.

Posible estímulo fiscal a corto plazo

El crecimiento de la demanda interna en Asia también se vio impulsado durante el pasado año por políticas monetarias más laxas, ya que los tipos de interés oficiales se mantuvieron básicamente estables o disminuyeron. Los tipos de interés a largo plazo también tendieron a la baja y, en algunos casos, se sitúan ahora en los niveles mínimos de los últimos años. Unos tipos de interés en descenso o reducidos conllevaron un intenso crecimiento del crédito durante 2002 en China, la India y Corea (17–25%) y un aumento significativo del crédito en Tailandia (8,5%, desde una caída del 7,5% registrada en 2001). En ciertos casos, el crecimiento de la financiación estuvo vinculado a fuertes incrementos del crédito concedido a los hogares. Las condiciones monetarias expansivas parecen haber tenido unos efectos más limitados en algunas de las economías de menor crecimiento, donde los tipos de interés ya eran muy reducidos o se había producido una auténtica deflación. Por ejemplo, aunque la liquidez fue abundante durante el pasado año en Hong Kong, el crecimiento del crédito fue negativo (véase el análisis de un problema similar en el Capítulo IV).

Los tipos de interés disminuyeron, el crecimiento del crédito fue intenso ...

Asia: tipos de interés y tipos de cambio reales									
	Tipos de interés a corto plazo ¹			Tipos de interés a largo plazo ¹			Tipos de cambio efectivos reales ²		
	Final 01	Final 02	Abril 03	Final 01	Final 02	Abril 03	Final 01	Final 02	Abril 03
China	2,3	2,0	2,0	...	...	...	4,2	-2,9	-3,3
Corea	4,9	4,9	4,5	7,1	5,9	4,9	0,9	4,0	0,8
Filipinas	8,9	5,2	7,4	15,8	12,0	12,6	3,3	-6,4	-8,4
Hong Kong RAE	2,0	1,4	1,5	6,2	4,4	4,3	-0,2	-8,9	-11,0
India	7,2	5,5	4,9	7,9	6,1	5,9	2,3	6,6	-1,7
Indonesia	17,9	13,8	11,7	...	...	...	6,7	21,3	3,9
Malasia	3,3	3,2	3,2	3,8	3,8	3,7	5,6	-4,2	-6,4
Singapur	1,1	0,9	0,9	4,0	2,6	2,1	-2,1	-2,0	-6,2
Tailandia	2,9	1,9	1,8	3,4	3,5	3,4	4,0	-3,6	-6,3
Taiwan, China	2,6	1,8	1,4	3,8	2,3	1,6	-2,6	-6,1	-9,1

¹ En porcentaje; a finales del periodo. ² Variaciones porcentuales anuales; en términos de precios relativos de consumo. Un aumento indica una apreciación.

Fuentes: Bloomberg; Datastream; FMI; datos nacionales.

Cuadro III.5

... y los tipos de cambio reales se depreciaron

La combinación de un estímulo monetario con una inflación apenas moderada produjo una depreciación del tipo de cambio efectivo real en Filipinas, Tailandia, Singapur y Taiwan. Todas estas economías cuentan con regímenes de tipo de cambio flexible. Las dos primeras utilizan un objetivo de inflación, mientras que Singapur se fija como objetivo el tipo de cambio efectivo nominal. Se produjo una depreciación similar en China, Hong Kong y Malasia, países cuyas monedas se encuentran ligadas en la práctica al dólar mediante un tipo de cambio fijo, lo que reflejó la depreciación del dólar frente a otras monedas importantes (véase el Cuadro III.5). Esta depreciación real del tipo de cambio contribuyó a la recuperación de las exportaciones de la región.

¿Límites al gasto de los hogares financiado mediante crédito?

Una inflación reducida debiera permitir un mayor estímulo monetario

La reducida inflación observada en buena parte de Asia ha aumentado el margen de maniobra para proporcionar un impulso monetario adicional. En diversos países, la relajación monetaria ha dado lugar a un elevado nivel del gasto de las familias en vivienda y bienes de consumo duradero financiado mediante créditos. Ante la debilidad de la demanda de financiación por parte de las empresas tras la crisis asiática, los bancos fueron capaces de reducir sus riesgos mediante una diversificación que consistía en prestar en mayor medida a los hogares. Sigue quedando por resolver hasta qué punto los bancos, al aplicar esta política, han acabado asumiendo nuevos riesgos.

En Corea, los bancos incrementaron el crédito a los hogares ...

La experiencia reciente de Corea, donde los bancos han aumentado en gran medida la concesión de crédito a los hogares, ilustra a la perfección los problemas potenciales que podrían aparecer. La proporción que representa el crédito bancario concedido a los hogares (préstamos personales, créditos hipotecarios y derechos de cobro por el uso de tarjetas de crédito) con respecto a los activos totales aumentó por encima de un 40% a finales de junio de 2002, lo que representa un pronunciado incremento desde el 24% registrado a finales de 1999. En junio de 2002, la deuda bancaria de los hogares había alcanzado un 109% de la renta disponible. De esta cifra, los créditos hipotecarios representaban 49 puntos porcentuales, mientras que las tarjetas de crédito suponían 21 puntos porcentuales.

... pero este ritmo era insostenible

Cabe argumentar que, desde una perspectiva de medio plazo, aún existe margen de maniobra en Corea para aumentar el crédito hipotecario concedido a los hogares. El índice de viviendas en régimen de propiedad en Corea es todavía relativamente bajo, y el crédito otorgado a los hogares a menudo adquiere mayor importancia con respecto al crédito total a medida que crecen las rentas. Sin embargo, en respuesta al crecimiento tan rápido de la financiación hipotecaria, que ha ido acompañado de un auge en el sector inmobiliario y en la construcción, el Gobierno adoptó una serie de medidas encaminadas a limitar los aumentos de precios en las "zonas de especulación". Entre estas medidas se incluían la reducción de la relación préstamo-valor desde el 80% al 60%, el aumento de las ponderaciones por riesgo en el cálculo del coeficiente de capital aplicable al crédito hipotecario, la prohibición a anteriores compradores de realizar nuevas adquisiciones, la amenaza de investigaciones por presunta evasión fiscal a compradores asiduos, la aplicación de criterios más estrictos para la concesión de

exenciones impositivas a las ganancias de capital y unos tipos impositivos más elevados para los inmuebles de alto valor. Además, el Gobierno avanzó un plan para construir más viviendas en torno a Seúl, a fin de frenar el aumento de los precios de los inmuebles residenciales, lo cual logró contener los riesgos asumidos por el sector bancario. Asimismo, la confianza y el gasto de los consumidores disminuyeron hacia finales de 2002. Sin embargo, estas medidas han reducido las perspectivas de crecimiento de Corea para el año 2003.

Como pronto quedaría de manifiesto, el aumento de la vulnerabilidad de las instituciones financieras frente a otros tipos de crédito destinados a los hogares también implicaba costes significativos. La tasa de morosidad de las tarjetas de crédito aumentó en la mitad hasta situarse por encima del 11% entre diciembre de 2001 y enero de 2003. Además, en abril de 2003, se produjo una huída hacia la calidad tras las irregularidades contables en las que incurrió el cuarto conglomerado más importante del país. Esto provocó una brusca interrupción de la financiación a las empresas coreanas de tarjetas de crédito cuya situación financiera era muy vulnerable. El resultado fue una operación de rescate de miles de millones de dólares dirigida por el Gobierno, donde las compañías de tarjetas de crédito debilitadas fueron recapitalizadas por sus propietarios y algunas instituciones financieras ofrecieron créditos puente para ayudar a las sociedades de fondos de inversión, que tenían grandes volúmenes de deuda de tarjetas de crédito titularizada.

Se rescató a las compañías de tarjetas de crédito

En Tailandia, el auge del crédito otorgado a los hogares y del gasto familiar también ha impulsado el crecimiento. El valor de las transacciones de terrenos aumentó en un 71% durante el año hasta enero de 2003 y el volumen existente de crédito para la compra de vivienda creció un 12% durante ese mismo periodo. Sin embargo, la deuda de los hogares representa en Tailandia una parte mucho más reducida de la renta disponible que en Corea y la exposición del sector financiero privado se ve limitada hasta cierto punto por el hecho de que las instituciones financieras públicas son las que conceden casi la mitad del crédito para la compra de vivienda. No obstante, las autoridades siguieron preocupadas por el rápido crecimiento de las deudas derivadas del uso de tarjetas de crédito y en noviembre de 2002 volvieron a imponer requisitos de ingresos mínimos a sus titulares.

El crédito a los hogares afianzó el crecimiento en Tailandia

La financiación del mercado inmobiliario ha pasado a ser incluso motivo de inquietud en la deflacionaria China, ya que los precios de los inmuebles han experimentado una fuerte subida en las zonas que rodean a Shanghai y Quingdao. Sin embargo, las autoridades chinas se encuentran ante la dificultad de conciliar los riesgos potenciales de este auge inmobiliario con el objetivo a largo plazo de promover la adquisición de vivienda propia, un derecho al que sólo se ha tenido acceso recientemente. Este objetivo se considera de gran trascendencia para la transformación económica y social de China.

Los mercados inmobiliarios son motivo de preocupación en China

La evolución del papel de China

La influencia de China en la región asiática ha aumentado considerablemente gracias a su rápido crecimiento y a su integración en la economía mundial. Entre 1991 y 2002, su participación en el PIB y en las exportaciones de Asia se duplicó con creces, situándose en más de un 17% y de un 20%

La creciente importancia económica de China ...

respectivamente. Las importaciones crecieron al menos en la misma proporción, de modo que China registra actualmente un déficit por cuenta corriente con sus países vecinos.

... está modificando el comercio exterior y la inversión en Asia

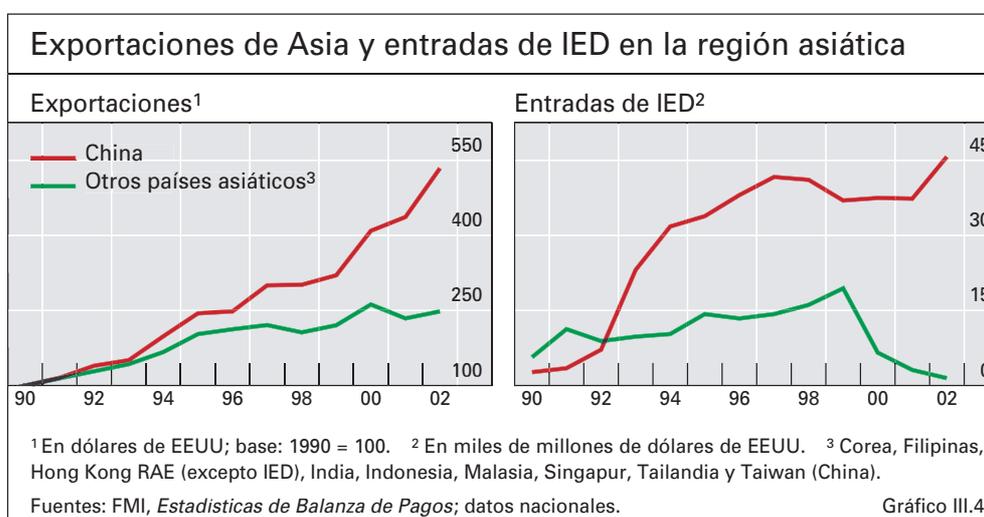
La transformación estructural del país está modificando las pautas del comercio exterior y de la inversión en Asia. Las exportaciones chinas han crecido recientemente de manera mucho más rápida que las del resto de los países emergentes asiáticos (véase el Gráfico III.4, panel izquierdo) debido, en parte, a su concentración en el mercado de Estados Unidos. Entre 1998 y 2002, la proporción que representan las exportaciones a Estados Unidos sobre el total de exportaciones chinas creció más de 6 puntos porcentuales, hasta situarse en un 27%, mientras que ese mismo parámetro cayó en otras economías asiáticas. Este descenso fue de grandes proporciones en el caso de Filipinas, Hong Kong, Singapur y Tailandia.

China atrajo una mayor inversión extranjera

Al mismo tiempo, en los últimos años se ha dirigido a China una mayor proporción de los flujos de inversión extranjera destinados a la región asiática. Uno de los objetivos de esta inversión ha sido explotar las oportunidades del comercio internacional aunque, cada vez con más frecuencia, el fin último ha sido penetrar en el creciente mercado interno chino. Por ejemplo, las principales empresas alemanas, estadounidenses y japonesas han realizado inversiones dirigidas al mercado automovilístico de China, que es el que crece con mayor rapidez en todo el mundo. Por el contrario, se han reducido los flujos de IED hacia al resto de los países emergentes asiáticos (véase el Gráfico III.4, panel derecho). En realidad, y reforzando la tendencia observada desde las crisis de 1997–98, el pasado año se registraron salidas netas de IED del resto de países emergentes asiáticos, incluso cuando en ese mismo ejercicio las entradas netas hacia China ascendieron a 46 mil millones de dólares.

¿"Depredará" China a sus vecinos?

A algunos observadores les preocupa que esta evolución implique la "depredación" por parte de China de la producción manufacturera de otras economías emergentes asiáticas. China ya es un importante productor de bienes manufacturados que requieren gran cantidad de mano de obra. Además, como resultado de su adhesión a la OMC, se prevé que obtenga una importante cuota del mercado mundial liberalizado del vestido y otros productos textiles cuando expire en 2005 el Acuerdo sobre los Textiles y el



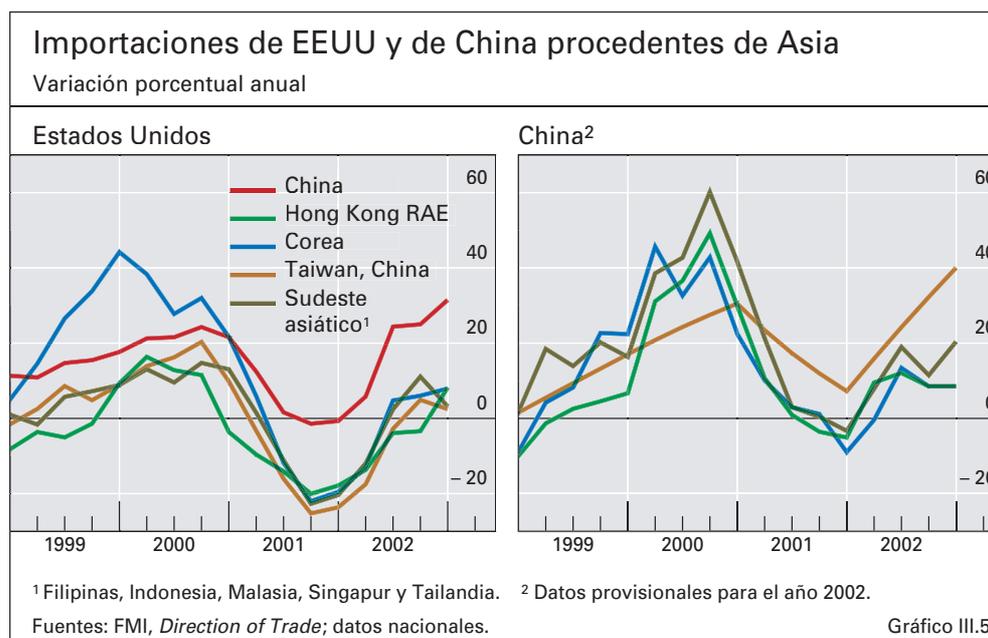
Vestido de la OMC. De este modo, China plantea importantes desafíos a los actuales productores de textiles y de otras manufacturas intensivas en mano de obra radicados en el Sudeste asiático. Además, el país ha ascendido paulatinamente por la cadena de valor añadido, de modo que sus exportaciones de maquinaria y productos de alta tecnología han crecido con rapidez. La participación de China en el total de las exportaciones asiáticas de productos electrónicos ha aumentado durante los últimos cinco años hasta más que duplicarse, situándose en el 30% en 2002. Por el contrario, las participaciones de Malasia y Singapur han disminuido drásticamente. Lo observado también sugiere que los centros de producción de los sectores de alta tecnología se están desplazando desde los países emergentes de Asia oriental y Japón hacia China.

Sin embargo, para poner esta evolución en perspectiva, es preciso recordar que la región ha experimentado importantes cambios estructurales en el pasado, que no han reducido a primera vista el bienestar de los países cuya producción se vio “desplazada”. Por ejemplo, China y el Sudeste asiático desplazaron buena parte de la producción de bienes manufacturados que requieren gran cantidad de mano de obra de las economías recientemente industrializadas de la región (Corea, Hong Kong, Singapur y Taiwan). Si bien este proceso generó dificultades en algunos sectores económicos, la prosperidad general de estos países no ha sufrido consecuencias adversas. Desde comienzos de la década de los 80, la mayor parte de la producción de manufacturas de Hong Kong pasó a ubicarse en el sur de China. Aun así, Hong Kong prosperó prestando servicios financieros, comerciales y de inversión de un valor muy superior, beneficiándose de su proximidad a la China continental.

En el contexto actual, Asia oriental podría ser capaz de explotar su cercanía a China al menos de dos formas. En primer lugar, la mayor parte del comercio internacional de bienes finales tiene lugar entre economías desarrolladas que intercambian productos similares con algún elemento distintivo. Este hecho sugiere que las economías más desarrolladas de Asia oriental y del resto del mundo pueden comerciar con China mediante la diferenciación de sus productos a través de atributos concretos, como pueden ser la calidad, el diseño o la especialización en determinadas tecnologías más avanzadas. Por ejemplo, Singapur ha centrado sus esfuerzos recientemente en su diversificación en los sectores de biomedicina y de servicios. Del mismo modo, Hong Kong está tratando de ir más allá de su tradicional nicho para el sector financiero con el fin de desarrollar una economía basada en el conocimiento. Dado que estas estrategias precisan trabajadores con gran formación, tanto Singapur como Hong Kong están intentando mejorar sus sistemas educativos y han mantenido políticas de residencia permisivas para profesionales y trabajadores cualificados extranjeros. En el caso de las economías menos desarrolladas del Sudeste asiático, la adopción de esta estrategia puede llevar más tiempo. No obstante, es evidente que ya existe margen suficiente para realizar este tipo de operaciones comerciales, por ejemplo, en el sector automovilístico, que ya produce y exporta a la región. También cabe la posibilidad de que las economías del Sudeste asiático se especialicen en servicios como el turismo.

Los cambios estructurales del pasado no han reducido el bienestar

Los países vecinos de China podrían diferenciar sus productos ...



... y suministrar bienes intermedios

En segundo lugar, buena parte del comercio internacional se basa en los bienes intermedios, donde se aprovechan las diferencias de costes, cualificaciones y dotaciones de recursos. De manera similar, las economías asiáticas podrían suministrar bienes intermedios a China, que luego se utilizarían para producir bienes destinados a los mercados internos o de exportación. El potencial de integración aumentará a medida que se eleven los costes en las zonas litorales de China, debido a un incremento de los salarios reales y de la congestión urbana.

La demanda de importaciones de Estados Unidos se redistribuye a través de China

La evolución más reciente subraya la importancia de esos bienes intermedios en las importaciones de China. Gran parte de sus exportaciones está impulsada por la demanda de importaciones desde Estados Unidos (véase el Gráfico III.5, panel izquierdo). A su vez, esta demanda se redistribuye luego por toda la región a través de la demanda china de insumos importados que son necesarios para sus industrias de exportación. Esto se refleja en las crecientes importaciones chinas procedentes de otros países asiáticos (véase el Gráfico III.5, panel derecho). Por ejemplo, aunque las exportaciones chinas de productos electrónicos crecieron el pasado año un 33%, sus importaciones de dichos productos procedentes del resto de Asia (utilizadas intensivamente en sus propias exportaciones) aumentaron en más de un 49%. Por el contrario, la proporción que representan los bienes de consumo en el total de importaciones chinas ha disminuido de manera constante, desde un nivel cercano al 25% a mediados de los años 90 hasta un 20% en el año 2002.

América Latina

Evolución económica reciente

El pasado año fue complicado ...

El pasado año fue tal vez uno de los más difíciles que se recuerde en América Latina desde las crisis de la deuda de los años 80. El PIB real se redujo tras

haberse mantenido casi estancado en el año 2001. Entre las principales economías, Argentina y Venezuela atravesaron auténticas crisis, mientras que Brasil tuvo que afrontar graves presiones financieras externas durante la mayor parte del periodo. Incluso México y Chile, países que en años recientes habían cosechado los mejores resultados, siguieron una evolución menos favorable. En ambas economías se estancaron el crecimiento y los ingresos por exportaciones, al tiempo que se contrajeron las entradas de capital. Una excepción a este deterioro del crecimiento económico fue Perú, cuya progresión, superior al 5%, fue la más elevada de los últimos cinco años como resultado de fuertes exportaciones de metales y de aumentos del consumo.

A partir del segundo semestre de 2002, se hizo patente una recuperación generalizada en la región. A pesar de que los flujos de capital privado hacia América Latina se redujeron en el conjunto del año, las condiciones financieras externas mejoraron sustancialmente a finales del mismo, e incluso de forma más acusada en el primer trimestre de 2003. Este hecho se tradujo en descensos significativos de los diferenciales de los bonos emitidos por los países con economías de mercado emergentes (véase el Capítulo VI). Además, las exportaciones de bienes y servicios también se recuperaron durante la segunda mitad de 2002, reflejando la mayor demanda existente tanto dentro como fuera de la región.

Se espera que la mejora de las condiciones externas contribuya a una modesta recuperación del crecimiento en América Latina durante 2003. Lo mismo cabe esperar de la recuperación del gasto en consumo e inversión, que aumentará en 2003 siempre que las políticas de promoción y la recuperación económica consigan impulsar un retorno de la IED.

Sostenibilidad de la deuda y ajuste fiscal

La cuestión clave en muchas economías de América Latina consiste en saber si el ajuste fiscal en curso será suficiente para garantizar un retorno de la confianza. La respuesta depende en parte del grado de integración de cada uno de los países en los mercados mundiales de capitales, así como del volumen de su deuda externa.

Una economía con una cuenta de capital abierta resulta, *ceteris paribus*, más vulnerable cuanto mayor sea la proporción de su deuda denominada en moneda extranjera y cuanto menores sean sus ingresos por exportaciones. El nivel de deuda externa tiene importancia de cara a la sostenibilidad de la deuda pública, incluso en el caso de que gran parte de la deuda externa sea privada, puesto que los problemas que tenga el sector privado a la hora de hacer frente al servicio de su deuda externa podrían afectar al tipo de cambio y al coste de financiación del sector público. Además, ha habido casos en los que el sector público, por diversas razones, ha asumido las obligaciones del servicio de la deuda externa contraídas por el sector privado. El cociente entre deuda externa y exportaciones en América Latina es mucho más elevado que en los países asiáticos que cuentan con cocientes similares entre deuda pública y PIB (véase el Cuadro III.4). Esto se debe a que las tasas de ahorro nacional y el grado de apertura comercial son mucho menores en América

... pero el crecimiento se recuperó a finales de 2002

La mejora de las condiciones externas favorece el crecimiento

La sostenibilidad de la deuda pública ...

... depende, en parte, de la deuda externa

Latina que en Asia (véase en el Capítulo II un análisis del ahorro en diferentes regiones).

El volumen de deuda influye en las percepciones

Las percepciones sobre la sostenibilidad de la deuda pública parecen estar condicionadas por su volumen, medido por el coeficiente de deuda pública, así como por su tendencia. En México y Chile, los niveles de deuda pública se han mantenido en general estables desde mediados de los años 90. Sin embargo, en Brasil, Colombia y Perú, los coeficientes de deuda han aumentado de manera significativa aproximadamente desde 1996, y actualmente son superiores a los de México y Chile. El nivel de deuda de Argentina se sitúa actualmente en un 146%, aunque no es comparable con el de otros países, ya que este país decidió suspender los pagos de esta deuda en diciembre de 2001.

Los niveles de deuda pública han aumentado ...

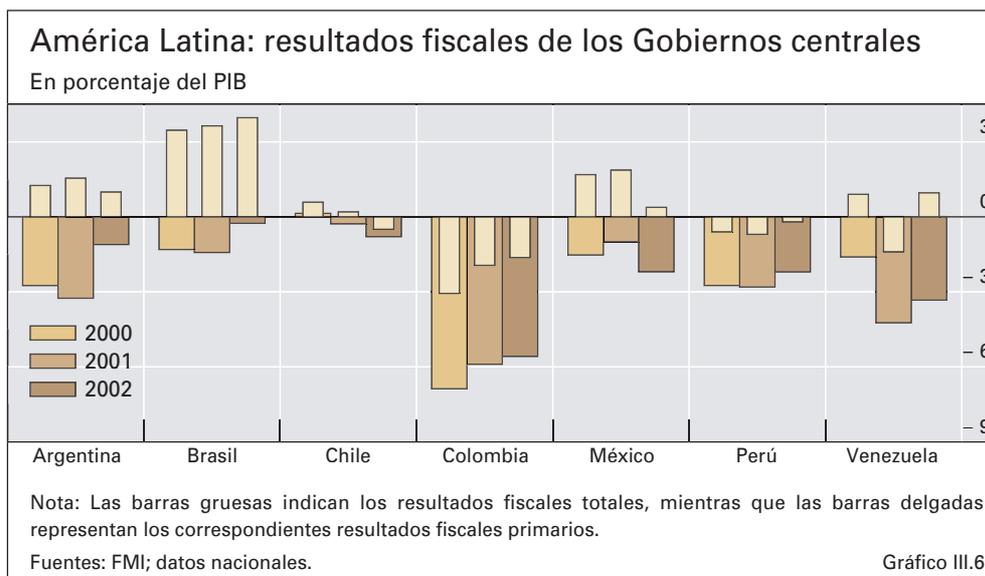
Los cocientes de deuda pública han aumentado porque los resultados fiscales primarios no han sido lo suficientemente abultados como para cubrir los pagos por intereses de la deuda pública. También han contribuido al incremento de estos cocientes unos tipos de interés reales elevados, combinados con un escaso crecimiento económico, lo cual refleja hasta cierto punto las restricciones financieras y el moderado ritmo de la actividad económica mundial. A esto hay que añadir las depreciaciones de las monedas de la región, puesto que gran parte de la deuda pública está denominada o vinculada a monedas extranjeras y las exportaciones no han aumentado lo suficiente como para poder compensar los efectos de esa vinculación.

... reflejando así las variables fundamentales y las percepciones

A largo plazo, los factores que influyen sobre los cocientes de deuda pública reflejan los fundamentos económicos subyacentes. Por ejemplo, la depreciación del tipo de cambio que ha contribuido al aumento de los niveles de deuda pública en Brasil desde mediados de los años 90 obedece, en parte, a la tasa de ahorro relativamente baja de la economía y a la elevada deuda externa del país. Sin embargo, a corto plazo, estos determinantes de los cocientes de deuda pública pueden reflejar también las percepciones existentes sobre la sostenibilidad de dicha deuda, expectativas que en cierta medida son autocumplidas. La inquietud acerca de la capacidad o la voluntad de un país para afrontar el servicio de su deuda puede elevar los tipos de interés o depreciar el tipo de cambio en una magnitud tan importante que la deuda pase a ser insostenible. Por este motivo, las autoridades económicas de una serie de países de América Latina han adoptado medidas para convencer a los inversionistas de su compromiso con la consolidación fiscal, medidas que pueden observarse en cierto modo en los datos recientes sobre los resultados fiscales. Como ilustra el Gráfico III.6, los déficit fiscales se han reducido en algunos países y el superávit primario ha aumentado en Brasil.

Los Gobiernos han intentado transmitir confianza a los mercados

Algunos Gobiernos también han intentado transmitir confianza a los mercados mediante políticas o iniciativas legislativas orientadas hacia el futuro. Por ejemplo, el nuevo Gobierno de Brasil ha elevado su objetivo para el superávit primario desde el 3,75% en 2002 hasta el 4,25% en 2003; de hecho, este superávit superó el 6% en el primer trimestre de 2003. Asimismo, está intentando reformar los sistemas impositivo y de seguridad social, ya que a este último se debe una parte importante del déficit fiscal. En Colombia, se espera que los déficit fiscales disminuyan como resultado de las



reformas adoptadas en 2002 y que afectaron a los impuestos, las pensiones, la seguridad social y el mercado de trabajo. Se ha previsto, asimismo, una ley de responsabilidad fiscal que limite los coeficientes de deuda pública en Colombia y un referéndum que reforme el sector público con el fin de generar ahorros sustanciales. A través de su programa con el FMI, Perú también se ha comprometido a lograr reducciones del déficit fiscal en 2003 y 2004.

La idoneidad de estos intentos de ajuste debe evaluarse a la luz de al menos tres factores. En primer lugar, la inflación ha contribuido al aumento de los resultados fiscales primarios registrado en algunas economías, pero este efecto desaparecerá gradualmente si persiste la inflación. Por ejemplo, la recaudación impositiva del Gobierno central brasileño durante el año que finalizó en enero de 2003 (sin contar una partida extraordinaria contabilizada en enero de 2002) aumentó en torno a un 29%, porcentaje similar a una medida de inflación ampliamente seguida. Dado que los gastos no aumentaron proporcionalmente, el superávit primario fiscal del Gobierno central aumentó, compensando sobradamente el incremento del déficit de las prestaciones públicas. Aunque un prolongado periodo de inflación moderada ha reducido significativamente las expectativas de inflación y las demandas salariales en una serie de países de la región, la experiencia anterior sugiere que el difundido uso de la indexación podría generalizarse si persistiera una elevada inflación.

En segundo lugar, el aumento de la recaudación se ha basado hasta cierto punto en determinados impuestos (algunos de ellos, distorsionadores) que podrían menoscabar realmente las perspectivas de crecimiento económico a largo plazo. Por ejemplo, un impuesto sobre las exportaciones introducido a comienzos de 2002 en Argentina generó el 15% de sus ingresos públicos. Aunque este impuesto contrarresta los beneficios imprevistos obtenidos por los exportadores de productos agrícolas como consecuencia de la brusca depreciación de la moneda argentina en 2002, las contribuciones sobre las transacciones comerciales internacionales no representan una

El efecto de la inflación sobre los resultados fiscales primarios

Ciertos impuestos podrían menoscabar el crecimiento

solución a largo plazo. Brasil ha utilizado en gran medida un impuesto sobre las operaciones financieras y un sistema de imposición indirecta “en cascada”, mediante el cual se gravan los productos y además se cobran impuestos (no deducibles) por los insumos. Se considera que este sistema está reduciendo la competitividad de las empresas brasileñas.

Los gastos no
discrecionales
limitan los recortes

En tercer lugar, las elevadas proporciones de egresos no discrecionales existentes en muchos países dificultan una reducción del gasto total. Los pagos por intereses representaron un 18% de los pagos totales en Brasil y entre el 12% y el 15% en Perú y Colombia. Las reformas de los presupuestos públicos también se ven habitualmente coartadas por las obligaciones contractuales o las reglas fijas para asignar recursos como los de las prestaciones sociales y la sanidad, que para muchos podría realizarse de forma más eficiente. En una serie de países, entre el 35% y el 50% del gasto público lo realizan las Administraciones subnacionales, en las que el control del gasto resulta especialmente difícil. De este modo, los recortes de desembolsos sólo pueden acometerse en una porción relativamente pequeña del gasto público total. Además, dado que los efectos inmediatos son menos obvios, a veces se ha decidido recortar en primer lugar los gastos en capital y en mantenimiento efectuados por las empresas públicas. Esta estrategia podría también reducir el futuro crecimiento económico.

Los retos para controlar la inflación

A pesar de las
dificultades de
financiación
externa ...

A lo largo de 2002, una serie de países atravesaron por dificultades de financiación externa, que dieron lugar a una brusca depreciación de sus monedas, seguida de incrementos de la inflación (véase el Gráfico III.7). En ese entorno, la evaluación de las condiciones monetarias se hace especialmente difícil.

... los tipos de
cambio se
estabilizaron ...

Por una parte, aunque los tipos de cambio se han depreciado bruscamente en varios países, se han podido evitar los ciclos de aceleración de la inflación y la depreciación observados en la región en épocas pasadas. De hecho, desde finales de 2002, los tipos de cambio se han estabilizado o apreciado y los diferenciales aplicados a la deuda soberana se han reducido en términos generales, lo que sugiere que los mercados depositan un cierto margen de confianza en las políticas que actualmente se están aplicando en algunos países.

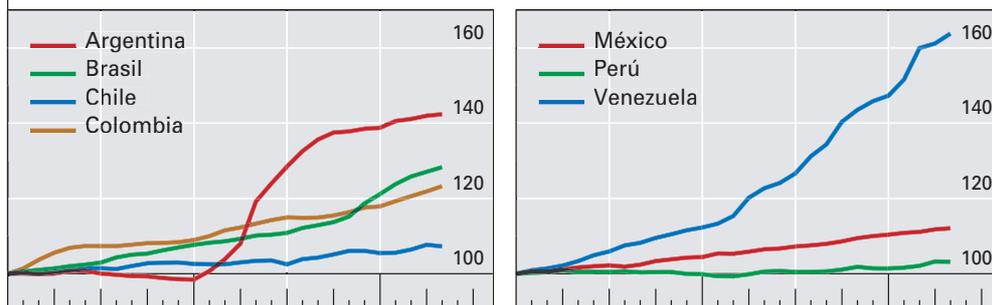
... pero la inflación
es motivo de
preocupación

Por otra parte, las tasas de inflación han aumentado y se han superado algunos de los objetivos explícitos fijados al respecto. Con una inflación registrada del 12,5% en diciembre de 2002, Brasil excedió con creces el límite superior (5,5%) de su objetivo. Aunque el banco central elevó su objetivo de inflación para 2003 hasta el 8,5% con el objeto de tener en cuenta el incremento de precios regulados y la inercia inflacionaria, la tasa de inflación volvió a subir hasta casi duplicar su objetivo revisado al término del primer trimestre de 2003. También se superó el objetivo en Colombia, aunque el banco central sigue fijando como meta una senda descendente de inflación. A pesar de que en Venezuela, los controles de precios y de cambio introducidos a partir de enero de 2003 permitieron a las autoridades fijar el tipo de cambio, la inflación ha crecido sustancialmente. Durante 2002, la tasa

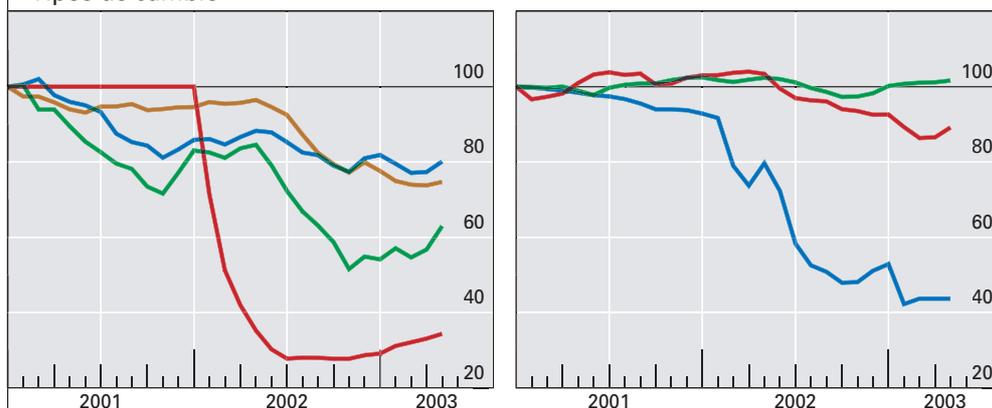
América Latina: precios de consumo y tipos de cambio

Base: final de 2000 = 100

Precios de consumo



Tipos de cambio¹



¹ Dólares de EEUU por unidad de moneda nacional; un aumento indica una apreciación.

Fuentes: FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales*; datos nacionales.

Gráfico III.7

de inflación en México superó el objetivo fijado en el 4,5%. Aun así, el Gobierno reafirmó su compromiso, anunciado en julio de 2002, de lograr una inflación del 3% en 2003, con una banda entre el 2% y 4% en torno a ese nivel. En Chile, la inflación se situó por debajo del objetivo de 2002 debido a presiones moderadas sobre los costes, como consecuencia de las reducciones de los precios internacionales y de unas condiciones favorables de los costes laborales. Sin embargo, a finales del primer trimestre de 2003, la inflación registrada había excedido el límite superior de la banda objetivo situada entre el 2% y el 4%. Según datos más recientes, las presiones inflacionistas se estaban moderando en algunos países. La reducción ha sido especialmente drástica en Argentina, donde el Gobierno redujo su previsión de inflación para finales de 2003 al 8%, lo que supone un brusco descenso desde el 35% acordado inicialmente con el FMI y el 41% que de hecho se registró al término de 2002.

Las autoridades monetarias de los países que soportan pesadas deudas se enfrentarán a complejas tesituras. Quizás la más importante sería la disyuntiva de elevar los tipos de interés a niveles suficientemente altos como para evitar la aparición de espirales desestabilizadoras de depreciación e inflación. Al mismo tiempo, una subida excesiva de los tipos de interés podría acentuar las dudas acerca de la sostenibilidad de la deuda pública e incrementar posiblemente la fragilidad financiera. Este resultado también

Los elevados tipos de interés podrían poner en peligro la sostenibilidad ...

América Latina: tipos de interés y tipos de cambio reales									
	Tipos de interés a corto plazo ¹			Tipos de interés reales a corto plazo ^{1,2}			Tipos de cambio efectivos reales ³		
	Final 01	Final 02	Abril 03	Final 01	Final 02	Abril 03	Final 01	Final 02	Abril 03
Argentina	6,1	34,1	22,2	7,8	-4,9	2,3	1,6	-58,6	11,1
Brasil	19,1	24,9	26,3	10,6	11,0	8,4	-10,1	-31,7	-21,4
Chile	6,2 ⁴	4,4 ⁴	1,9 ⁴	6,2	4,4	1,9	-9,6	-6,4	-15,5
Colombia	10,7	7,5	7,6	1,6	-0,6	1,0	5,5	-16,1	-21,8
México	7,6	7,6	6,7	3,0	1,8	1,4	8,0	-9,5	-14,0
Perú	4,8	3,6	3,3	5,0	2,1	0,7	6,8	-4,2	-6,4
Venezuela	19,7	25,1	16,0	6,6	-4,7	-13,1	5,0	-30,8	-34,4

¹ En porcentaje; a finales del periodo. ² Deflactados mediante la tasa de inflación anual. ³ Variaciones porcentuales anuales; en términos de precios relativos de consumo. Un aumento indica una apreciación. ⁴ Tipo real indiciado a la Unidad de Fomento.

Fuentes: Bloomberg; Datastream; FMI; datos nacionales. Cuadro III.6

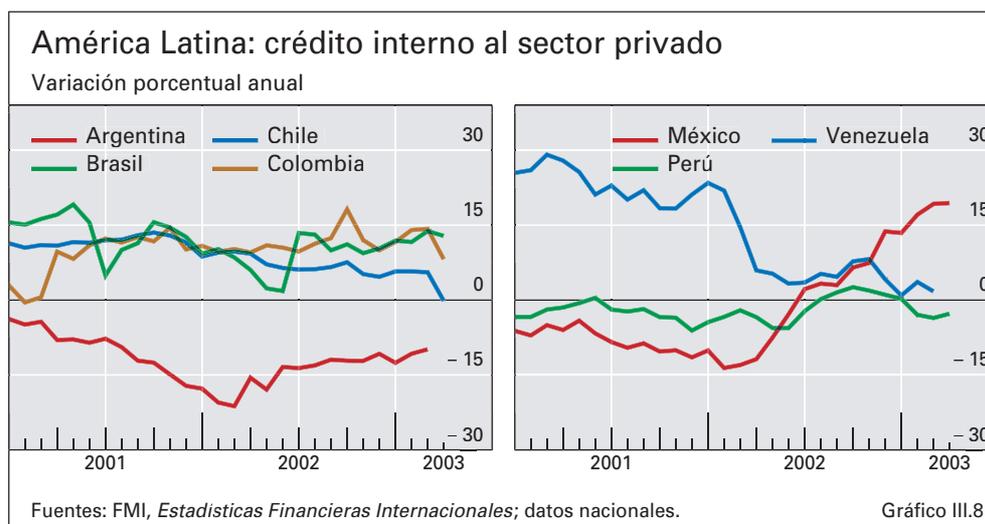
podría exacerbar las presiones de depreciación de la moneda y tener efectos adversos sobre la inflación.

... y las depreciaciones podrían ser contractivas

Otra complicación en América Latina es que una depreciación del tipo de cambio nominal puede resultar contractiva a corto plazo, ya que incrementa la carga de la deuda de los residentes endeudados en moneda extranjera, reduciendo además el poder adquisitivo interno. Estas fuerzas actúan en dirección opuesta a los efectos tradicionales de sustitución del comercio. La depreciación podría estimular la economía a medio plazo, pero sólo si también se deprecia el tipo de cambio real. Esta circunstancia ha tenido lugar recientemente en una serie de países latinoamericanos (véase el Cuadro III.6), lo que ha supuesto un cambio positivo con respecto a experiencias anteriores caracterizadas por un incremento más acusado de la inflación. El caso de Argentina ilustra los efectos contradictorios de la depreciación en algunos países con economías emergentes: a la caída del peso argentino durante 2002 le siguió inicialmente una aguda contracción del producto y sólo más tarde una recuperación de las exportaciones de bienes y servicios.

Los reducidos tipos de interés reales no fomentaron el crédito

Los bancos centrales, en parte para compensar las influencias contradictorias anteriormente mencionadas, limitaron las subidas de los tipos de interés nominales, de modo que los tipos de interés reales disminuyeron. En Brasil, el tipo de interés real se redujo, aunque siguió siendo aún superior al 8% en abril de 2003, mientras que en algunos casos (Argentina, Colombia y Venezuela) los tipos de interés reales pasaron a ser negativos durante un periodo prolongado. Sin embargo, unos tipos de interés reales más bajos o negativos no siempre estuvieron asociados a un rápido crecimiento del crédito (véase el Gráfico III.8). A pesar de la elevada inflación, el crédito nominal al sector privado disminuyó en Argentina durante 2002, debido a los problemas del sector bancario, mientras que el crecimiento del crédito se desaceleró en Venezuela hasta acercarse a cero. En Brasil, los créditos crecieron a un ritmo cercano al 10%, cifra que fue incluso inferior a la tasa de inflación. En Chile y México, donde las restricciones crediticias externas fueron menos ostensibles, las autoridades monetarias respondieron ante la débil demanda externa con una política monetaria más laxa. A pesar de que los tipos de



interés reales cayeron en ambas economías, el crecimiento del crédito se mantuvo moderado en Chile, si bien se incrementó significativamente en México.

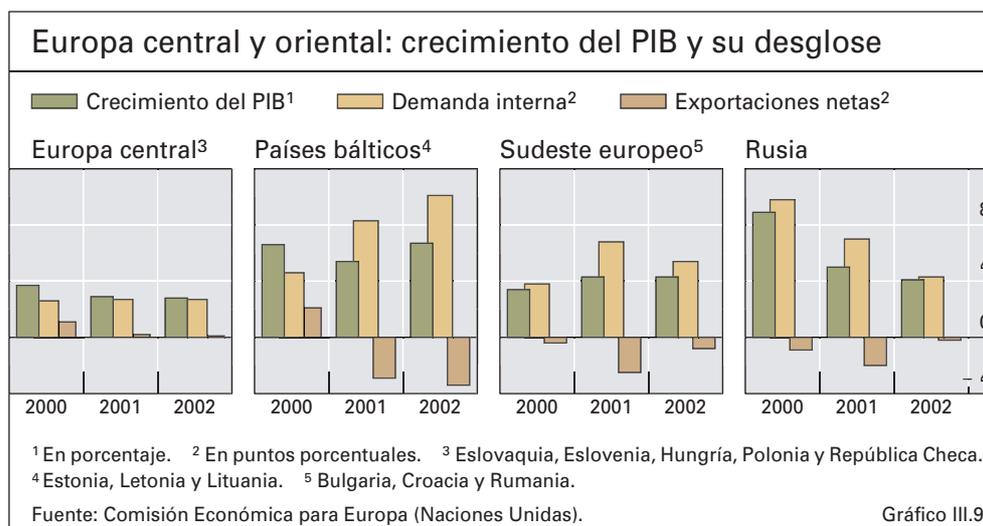
Europa central y oriental

Durante el pasado año, el crecimiento en los países de Europa central y oriental mostró una notable capacidad de reacción ante la desaceleración registrada en Europa occidental. En 2002, se intensificó el desplazamiento hacia un modelo de crecimiento impulsado por la demanda interna y apoyado en algunos países por el rápido incremento del crédito al consumo y por una expansión fiscal (véase el Gráfico III.9). Por lo que respecta al sector exterior, una mayor diversificación de los mercados de exportación y las mejoras de productividad han dado lugar a unos resultados exportadores más favorables de lo esperado (véase el Gráfico III.1). De este modo, en el sudeste de Europa y en los países bálticos, el producto creció en promedio entre un 5% y un 5,5%, mientras que en Europa central lo hizo a una tasa cercana al 3%. El crecimiento continuó mostrando solidez en Rusia, mientras que la economía turca experimentó una intensa recuperación tras la aguda contracción de 2001. En líneas generales, estas tendencias se mantuvieron durante el primer trimestre de 2003.

El crecimiento soportó bien la desaceleración en Europa occidental

Otro aspecto positivo de la reciente evolución macroeconómica ha sido el continuo proceso de desinflación. Hacia finales de 2002, la inflación media de los ocho países de la región en vías de adhesión a la UE más Croacia se situó apenas por encima del 2,5%, la tasa más reducida desde el comienzo del periodo de transición. La inflación siguió alcanzando los dos dígitos en Rumania, Rusia, Serbia y Montenegro y Turquía, pero incluso en estos países el crecimiento de los precios se desaceleró a lo largo del año. Sin embargo, en la mayoría de los países, la reducción de la inflación no se produjo como consecuencia de una moderación de las presiones de la demanda y de los costes internos, sino que fue más bien el resultado de las buenas cosechas y de la apreciación de los tipos de cambio, que dieron lugar a unos precios más

La inflación disminuyó aún más ...



bajos de los alimentos y de los productos importados derivados del petróleo. De hecho, la desinflación fue más lenta y más costosa que en episodios anteriores. Así, la variación acumulada de la tasa de desempleo necesaria para hacer descender la inflación 5 puntos porcentuales (el “coeficiente de sacrificio”) promedió 1,6 puntos porcentuales en el periodo 2000–02, muy por encima de los 0,5 puntos registrados durante el bienio 1998–99.

En esta coyuntura, existen varios factores que señalan la dificultad de mantener a corto plazo las reducidas tasas de inflación que se han registrado recientemente. En primer lugar, es probable que merme el efecto de la caída de los precios de los alimentos. En segundo lugar, la mayoría de los países han previsto llevar a cabo una serie de ajustes puntuales de los precios administrados. En tercer lugar, el aumento de los precios del petróleo comenzó a tener efectos sobre la inflación a principios de 2003. Y en cuarto lugar, los incrementos salariales del sector público han empezado a difundirse hacia el sector privado. En cierta medida, el resultado de lo anterior es que en algunos países ha vuelto a resurgir el interés por las políticas de rentas.

Los déficit por cuenta corriente permanecieron elevados durante 2002 (un 5,7% del PIB en promedio, excluida Rusia), pero su financiación resultó sencilla. En Eslovaquia, Eslovenia y la República Checa, los flujos de entrada de IED se situaron entre dos y cinco veces por encima de los propios déficit, mientras que en los restantes países, estos flujos cubrieron en promedio un 60% de los déficit. Además, la inminencia de la adhesión a la UE y las percepciones de los inversionistas acerca de un riesgo relativo en los mercados emergentes produjo un aumento de las entradas de capital a corto plazo. En consecuencia, la mayoría de las monedas de Europa central se apreciaron frente al euro o en términos efectivos nominales durante 2002. El zloty polaco fue una notable excepción, ya que ha estado sometido a presiones durante algún tiempo derivadas de la debilidad del crecimiento interno y de una respuesta tardía a los fuertes recortes de los tipos de interés. Rusia mantuvo un superávit por cuenta corriente cercano al 10% del PIB, gracias a sus crecientes exportaciones de petróleo. En Turquía, la intensa recuperación aumentó las importaciones de tal modo que, al no variar el crecimiento de las

... pero la tendencia podría no continuar

Las entradas de IED financiaron sustanciales déficit exteriores

exportaciones, se generó un pequeño déficit por cuenta corriente del 1% del PIB.

En este entorno relativamente favorable, las autoridades monetarias de los países con regímenes basados en objetivos de inflación trataron por todos los medios de equilibrar los efectos desinflacionarios derivados de la apreciación de las monedas con los efectos expansivos que ejercen las entradas de capital sobre la oferta monetaria interna. Al mismo tiempo, los bancos centrales hubieron de tener en cuenta el tono expansivo de la política fiscal y la posibilidad de que la apreciación de los tipos de cambio perjudicase a los sectores exportadores, así como el entorno de reducidos tipos de interés en los mercados internacionales de capital. Ante estas dificultades, la mayoría de los bancos centrales combinaron recortes de los tipos de interés con intervenciones en los mercados a fin de frenar las entradas de capital y atenuar la propensión al alza sobre los tipos de cambio.

El Banco Nacional de la República Checa intervino en diversas ocasiones durante 2002, reduciendo en julio su principal tipo de interés oficial por debajo del tipo de interés básico del BCE. El Banco Nacional de Polonia ha reducido su tipo de interés básico en 5,75 puntos porcentuales desde el comienzo de 2002. Estos movimientos han ido encaminados en parte a debilitar el zloty, pero también a reducir los elevados tipos de interés reales, a los que se acusaba de ser uno de los motivos del lento crecimiento registrado en el bienio 2001–02. Ante unos flujos de entrada de IED equivalentes al 20% del PIB durante los nueve primeros meses de 2002, el Gobierno y el banco central de Eslovaquia acordaron esterilizar la totalidad de las entradas de capital asociadas a la privatización y dedicar los ingresos exclusivamente al reembolso de la deuda pública y a la reforma de las pensiones.

La experiencia húngara ha sido incluso más espectacular. El 15 y el 16 de enero de 2003, y en el intervalo de apenas unas horas, el país registró entradas de capital a corto plazo por un importe cercano a 4 o 5 mil millones de euros, lo que equivale a varios puntos porcentuales del PIB anual. Estas entradas obedecieron a la especulación impulsada por un posible levantamiento del límite de apreciación del 15% del forint con respecto a su paridad central frente al euro. Para controlar el ataque, el Banco Nacional redujo los tipos de interés oficiales en 200 puntos básicos, introdujo límites cuantitativos a los depósitos a corto plazo e intervino con decisión en el mercado de divisas. Estas medidas extraordinarias consiguieron calmar la especulación. Sin embargo, los tipos de interés más bajos, junto con la posterior depreciación del forint, agravaron las presiones inflacionistas, forzando al Banco Nacional a revisar al alza la previsión de inflación para finales de 2003.

Sostenibilidad de la evolución reciente

El contraste entre la evolución en general favorable de Europa central y oriental y las inciertas perspectivas de Europa occidental plantea una cuestión fundamental: ¿serán capaces las economías de Europa central y oriental de mantener sus recientes resultados de crecimiento económico y continuar así acercándose gradualmente a los niveles de vida de la Unión Europea? También se necesita un fuerte crecimiento económico para atenuar las presiones

Ante las entradas de capital y la apreciación de los tipos de cambio ...

... los bancos centrales redujeron los tipos de interés e intervinieron

En Hungría, se utilizaron controles transitorios para limitar las entradas a corto plazo

¿Son sostenibles los buenos resultados alcanzados?

derivadas del elevado y persistente desempleo, el aspecto menos positivo dentro del panorama macroeconómico general de la región.

Varios factores podrían poner en duda la continuidad de las favorables tendencias recientemente observadas. En primer lugar, las perspectivas de Europa occidental no han mejorado, de modo que el crecimiento de las exportaciones podría ser lento. En segundo lugar, los elevados déficit fiscales y por cuenta corriente impiden ampliar la función de motor principal del crecimiento que desempeña la demanda interna. En tercer lugar, la reciente expansión del crédito interno, factor básico que ha contribuido al dinamismo de la demanda interna, podría no ser sostenible a corto plazo.

Sin embargo, un examen más minucioso revela que algunos de los argumentos anteriores son menos válidos que otros. Con respecto al primero de ellos, ciertos acontecimientos recientes sugieren que Europa central y oriental podría en realidad pasar a depender menos de sus exportaciones a la Unión Europea. Las empresas extranjeras controlan actualmente una parte considerable del sector empresarial de la región. Estas empresas han desplazado con frecuencia sus centros de producción a Europa central y oriental con el fin de establecer una base de exportaciones de menor coste, no sólo hacia la Unión Europea, sino también hacia otros mercados exteriores (incluidas la propia región de Europa central y oriental y Asia). Esta evolución se ha reflejado en un aumento de la proporción que representan las exportaciones dirigidas a mercados fuera de la UE con respecto a las exportaciones totales de la región, así como en una correlación decreciente desde 1999 entre las exportaciones de los países en vías de adhesión y la producción industrial de la zona del euro. Cabe afirmar que todavía no se sabe con certeza si esta disminución es cíclica o más bien permanente, pero aun así contrasta con la correlación creciente entre dichos indicadores observada durante la mayor parte de la década de los 90. Al mismo tiempo, los costes laborales en Eslovenia, que son los más altos de la región, representaron solamente un 25% de los existentes en Alemania occidental, los más elevados de la UE. Esta ventaja en términos de costes conducirá probablemente a nuevos aumentos, aunque menores, de las exportaciones procedentes de Europa central y oriental hacia mercados de Europa occidental y de fuera de ella.

¿En qué medida podrían limitar el crecimiento los desequilibrios externos? Con la excepción de Eslovenia y Rusia, la mayoría de los países de Europa central y oriental ha registrado importantes déficit por cuenta corriente desde el inicio del periodo de transición. Pueden esperarse esos déficit en países inmersos en un proceso de convergencia, pues es probable que la inversión interna se sitúe por encima del ahorro nacional. Entre 1994 y 2002, las entradas de IED financiaron en promedio un 90% de los déficit por cuenta corriente. Por lo general, la cuantía de esos déficit se ha mantenido estable. De hecho, a excepción de Rusia, el aumento del déficit por cuenta corriente agregado ha sido inferior al 0,5% del PIB desde el año 2000. Además, salvo raras excepciones, los episodios anteriores caracterizados por sustanciales cambios de signo de los desequilibrios de la balanza por cuenta corriente por lo general no afectaron al crecimiento del PIB durante demasiado tiempo. Aun así,

Los exportadores han diversificado sus mercados y mantienen su competitividad

Los déficit por cuenta corriente han permanecido estables ...

persisten ciertas inquietudes acerca de las vulnerabilidades externas. Debido a los importantes proyectos de privatización, los flujos anuales de IED con frecuencia son volátiles. Además, los países de la región se han visto recientemente más expuestos a las entradas de capital a corto plazo, circunstancia que podría incluso agudizarse tras la adhesión a la UE (véase más adelante).

La tercera restricción potencial sobre el crecimiento a corto plazo podría ser la necesidad de moderar la expansión del crédito al consumo. La mayoría de los bancos han sido privatizados y el elevado grado de apertura a la propiedad y el control extranjeros ha contribuido en buena medida a mejorar tanto la eficiencia del sistema financiero como la eficacia en la gestión del riesgo. En los dos últimos años, el fuerte crecimiento de los ingresos personales, acompañado de unos tipos de interés más bajos y de mayores presiones competitivas, ha instado a los bancos en Bulgaria, Croacia, Hungría, la República Checa y Rumania a incrementar su crédito a los hogares hasta tasas anuales que oscilan entre el 20% y el 60%. Este elevado crecimiento refleja en cierto modo la reducida proporción que representa el préstamo a los hogares dentro del crédito bancario total. Sin embargo, de persistir esta tendencia, los bancos pondrían verse expuestos a un significativo riesgo de crédito, ya que la mayoría del crédito concedido a los hogares no se encuentra debidamente garantizado, debido a deficiencias en la legislación que regula las ejecuciones de garantías. Otra posible preocupación es que la mayor competencia entre las entidades bancarias ha propiciado una clara contracción de los márgenes de intermediación que podría no ser sostenible.

Sin embargo, la mayor inquietud radica en la sostenibilidad de los resultados fiscales. En Croacia, Eslovaquia, Hungría, Polonia y la República Checa, los déficit fiscales han aumentado hasta el 5% del PIB o incluso más desde el año 2000. La mayor parte de este deterioro ha sido estructural, es decir, está relacionado con modificaciones legislativas que han incrementado de manera permanente las transferencias sociales y los salarios en el sector público. La adhesión a la Unión Europea traerá consigo nuevas demandas de gasto público para poder cumplir con los reglamentos de la UE en materias tales como protección medioambiental. Otra dificultad añadida es que, en algunos países, hasta dos tercios del gasto total se rige por una legislación ajena a los presupuestos. Por ello, las medidas de gasto discrecional se han aplicado con frecuencia a través de actividades cuasifiscales (avales, partidas extrapresupuestarias) que no son transparentes y pueden generar una considerable incertidumbre para la política monetaria.

Turquía está intentando hacer frente a una situación en la que el nivel de endeudamiento del sector público sobrepasa el 80% del PIB, superior al de la mayoría de otras grandes economías emergentes (véase el Cuadro III.4). A fin de lograr el objetivo de reducción del coeficiente de deuda por debajo del 70% a finales de 2004, las autoridades se han comprometido a obtener un superávit primario del 6,5% del PIB (frente al 4,5% contabilizado en 2002) y a reducir la inflación al 20% al término de 2003 (desde el 30% registrado en el primer trimestre del año). Sin embargo, la carga del servicio de la deuda es pesada

... pero un aumento adicional del crédito interno implica riesgos

La sostenibilidad de los resultados fiscales es motivo de gran preocupación

Turquía también necesita abordar sus problemas de deuda

dado que los tipos de interés reales se sitúan en torno al 20%. Además, la mayor parte de la deuda, a pesar de estar emitida y mantenida en el país, se encuentra indiciada a los tipos de interés a corto plazo o al tipo de cambio y su sostenibilidad es muy sensible a las fluctuaciones de estas variables. También se corre el riesgo de que no se alcancen los ambiciosos objetivos de incremento de los ingresos y reducción de los gastos, en caso de que las privatizaciones y las reformas de la Administración pública y del sistema bancario, complicadas desde el punto de vista político, no consigan los resultados previstos.

Desafíos de la adhesión a la UE

Las próximas fases de la integración ya están dejando sentir sus efectos

Tras su adhesión a la Unión Europea en mayo de 2004, los países en vías de adhesión prevén incorporarse al mecanismo de tipos de cambio del Sistema Monetario Europeo (MTC II). Tras un periodo de dos años dentro del MTC II, y sujeto al cumplimiento de los demás criterios de Maastricht, los países pasarían a ser miembros de la UEM. Aunque es poco probable que alguno de estos nuevos miembros acceda a la UEM antes del año 2007 o 2008, las perspectivas de incorporación a la zona del euro ya están dejándose sentir en las expectativas de los mercados, puesto que los tipos de interés a largo plazo de los bonos están convergiendo a los niveles existentes en la zona del euro. Además, el entorno en que se desarrolla la política económica también se ha visto afectado, puesto que las políticas macroeconómicas deben satisfacer los criterios de Maastricht y, al mismo tiempo, gestionar unas abultadas entradas de capital.

La consolidación fiscal será fundamental para un fluido proceso de convergencia

Por ahora, es evidente que el principal problema durante el periodo previo a la incorporación a la UEM radicará en los grandes déficit públicos y, en algunos países, en una inflación relativamente alta (véase el Cuadro III.7). Aunque el objetivo a medio plazo consiste en reducir en dos años los déficit presupuestarios a menos del nivel del 3% fijado en el Tratado de Maastricht, la entrada al MTC II con un déficit público en torno al 5% o al 6% del PIB presionará a los bancos centrales para que mantengan unos tipos de interés a corto plazo por encima de los de la zona del euro. Como ilustra la experiencia húngara mencionada anteriormente, este diferencial atraería entradas de capital a corto plazo y podría perfectamente aumentar la volatilidad del tipo de cambio. Ahora preocupa especialmente saber qué ocurriría si las ambiciosas estrategias de reducción de los déficit fiscales no lograsen sus objetivos. Puesto que se espera que los inversionistas no residentes se conviertan en los principales compradores de la nueva emisión de deuda pública, dada la promesa de sostenibilidad a medio plazo, dicha circunstancia podría provocar un repentino cambio de signo de los flujos de inversiones de cartera, que resultaría en una profunda depreciación de la moneda.

Las entradas de capital constituirán un reto para la política monetaria

Las entradas de capital podrían entorpecer la política monetaria incluso en países que aplican una política fiscal rigurosa y han alcanzado una tasa de inflación reducida. Una de las razones es que parece probable que continúe la intensidad de las presiones al alza en sus monedas ante un crecimiento de la productividad intersectorial relativamente más elevado en Europa central y oriental que en la zona del euro, y es probable que estas presiones

Criterios de convergencia de la UEM										
	Estabilidad de precios ¹		Tipo de interés a largo plazo ²		Estabilidad del tipo de cambio ³		Déficit público ⁴		Deuda pública ⁵	
	1999	2002	1999	2002	1999	2002	1999	2002	1999	2002
Valor de referencia ⁶	0,5 + 1,5	1,5 + 1,5	5,3 + 2	4,4 + 2	±15	±15	-3,0	-3,0	60	60
Eslovaquia	10,5	3,4	...	7,4	1,3	-3,5	-6,4	-5,8	30	34
Eslovenia	6,2	7,5	...	8,9	4,6	3,7	-2,2	-1,8	26	31
Hungría	10,0	5,3	8,8	6,5	3,2	-5,4	-5,2	-6,7	60	50
Polonia	7,3	2,0	9,7	5,6	2,1	6,8	-2,0	-6,3	43	48
República Checa	2,1	1,8	7,0	4,3	-1,0	-2,6	-6,3	-5,8	15	23
Estonia	3,3	3,6	...	3,9	-0,1	0,0	-4,6	0,7	7	5
Letonia	2,4	1,9	...	4,4	-3,2	7,6	-3,9	-1,8	11	14
Lituania	0,8	0,3	...	5,9	-8,5	-1,9	-8,5	-1,8	28	28
Bulgaria	2,6	5,9	9,3	5,7	-0,6	0,0	-1,0	-0,6	94	57
Croacia	4,1	2,2	12,7	6,5	4,0	0,4	-8,2	-5,0	49	52
Rumania	45,3	22,8	...	...	39,2	22,7	-3,6	-2,9	31	29
<i>Media</i> ⁷	<i>8,6</i>	<i>5,1</i>	<i>9,5</i>	<i>5,9</i>	<i>3,7</i>	<i>2,5</i>	<i>-4,7</i>	<i>-3,5</i>	<i>36</i>	<i>34</i>

¹ Variación porcentual anual de los precios de consumo. ² De la deuda pública a 10 años denominada en moneda local, a finales de año; para Bulgaria y Letonia, plazo de vencimiento de cinco años. ³ Desviación del tipo de cambio a finales de año (en unidades de moneda local por euro) con respecto al tipo de cambio medio de 1998-99 y 2001-02, respectivamente. Un aumento indica una depreciación. ⁴ Déficit del Gobierno en su conjunto (según criterio de devengo) en porcentaje del PIB. Los datos son estimaciones de la OCDE en el caso de miembros de esta organización y del FMI y procedentes de fuentes nacionales en el caso de otros países. ⁵ Deuda pública interna y externa (del conjunto de las administraciones públicas) en porcentaje del PIB. ⁶ Cifras de inflación y de tipos de interés de los tres países de la UE y de la zona del euro, respectivamente, con la tasa de inflación más baja; los otros valores de referencia se basan en el Tratado de Maastricht. ⁷ Media no ponderada.

Fuentes: BCE; Comisión Europea; FMI; OCDE; Bloomberg; datos nacionales; estimaciones del BPI. Cuadro III.7

atraigan entradas de capital a corto plazo. Además, la elevada productividad marginal del capital continuará atrayendo flujos de IED. Por consiguiente, las autoridades monetarias de estos países tendrán que aplicar una política muy cuidadosa encaminada a fijar los tipos de interés al nivel adecuado, ya que si son demasiado altos, fomentarían excesivas entradas de capital a corto plazo, pero si son demasiado bajos, provocarían un exceso de inversión y, por lo tanto, crearían inflación.

Con el fin de minimizar los riesgos asociados, podría ser beneficioso que los países en vías de adhesión trataran de satisfacer los criterios de Maastricht tan pronto como se incorporen al MTC II. Sin embargo, la experiencia de países como Italia y España durante principios de la década de los 90 indica que la convergencia puede llegar a ser más difícil precisamente cuando parece más factible. Lograr la convergencia nominal en los próximos dos o tres años podría plantear un desafío más serio para las autoridades económicas de Europa central y oriental de lo que sugieren los datos actuales. Esta posibilidad subraya la necesidad de continuar aplicando políticas macroeconómicas prudentes.

Unas políticas prudentes son esenciales para el proceso de convergencia

África y Oriente Medio

La articulación de políticas fiscales y monetarias más prudentes y una escasa exposición al comercio internacional permitieron a África capear la

Crecimiento de la producción e inflación en África y Oriente Medio

Variaciones porcentuales, tasas anuales

	PIB real				Precios de consumo			
	1995–2000	2001	2002	2003 ¹	1995–2000	2001	2002	2003 ¹
África	3,4	3,6	3,4	3,9	18,9	13,0	9,3	10,1
Magreb ²	3,1	4,1	3,3	4,4	6,4	2,6	2,2	3,3
Países CFA	4,1	3,9	3,7	3,4	4,4	4,2	3,4	3,0
Nigeria	3,1	2,8	0,5	6,7	20,4	18,9	12,9	15,3
Sudáfrica	2,7	2,8	3,0	3,0	7,0	5,7	9,9	8,0
Oriente Medio	4,0	2,8	2,7	4,2	9,9	3,8	6,3	7,0
Arabia Saudita	1,9	1,2	0,7	3,5	0,6	-0,5	-0,6	1,0
Egipto	5,2	3,5	2,0	3,0	5,6	2,4	2,5	3,0
Irán	4,4	5,7	4,8	6,5	22,9	11,4	15,0	17,0
Israel	4,6	-0,9	-1,0	0,5	6,9	1,1	5,7	2,8

¹ Previsiones. ² Argelia, Marruecos y Túnez.

Fuentes: FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*; datos nacionales.

Cuadro III.8

En África, el crecimiento se desaceleró en 2002

desaceleración mundial en 2001. Aun así, el crecimiento se redujo el pasado año (véase el Cuadro III.8) como consecuencia de la persistente debilidad de la zona del euro (su principal socio comercial) y de una serie de problemas locales, entre ellos, las dificultades para controlar los déficit públicos y las restricciones sobre el crecimiento impuestas por las cuotas de producción de petróleo en Nigeria, los elevados déficit fiscales y la expropiación de explotaciones agrícolas comerciales en Zimbabwe, los menores ingresos por turismo tras varios atentados, las graves sequías padecidas en el norte y el sur de África y la intensificación de los efectos negativos provocados por la pandemia del VIH/SIDA. Al mismo tiempo, la tasa mediana de inflación sólo alcanzó el 4,5% el pasado año, próxima a las registradas en América Latina y Asia, y fue incluso inferior en los tres países del Magreb (Argelia, Marruecos y Túnez), que tienen los agregados monetarios como objetivo. De estos tres países, se espera que Argelia, impulsada por las exportaciones de petróleo y gas, mejore sus resultados económicos en 2003.

En los países de la CFA, el crecimiento fue menor de lo esperado

En países de la zona del franco CFA, el crecimiento fue algo inferior al previsto en 2002, puesto que la crisis de Costa de Marfil y las condiciones desfavorables en los mercados internacionales de materias primas perjudicaron en gran medida a una serie de economías de la región.

En Nigeria, los resultados fiscales y de la balanza por cuenta corriente se deterioraron

En Nigeria, el crecimiento del gasto público fue superior al de los ingresos petrolíferos durante el año 2001, provocando un deterioro tanto de la posición fiscal como de la balanza por cuenta corriente. Tras este deterioro, se produjo una depreciación del tipo de cambio, un aumento de los precios y una recesión. Durante el segundo semestre del pasado año, Nigeria se vio obligada a suspender los pagos del servicio de su deuda, materializada en créditos oficiales bilaterales, debido a una acusada reducción de las reservas de divisas.

La política fiscal impulsó el crecimiento en Sudáfrica

En Sudáfrica, el Banco de la Reserva contribuyó durante el pasado año a revertir gran parte de la depreciación sufrida con anterioridad por el rand mediante la aplicación de cuatro subidas preventivas de su tipo de interés oficial. Aun así, la tasa de inflación superó ampliamente el objetivo y las

exportaciones se debilitaron en respuesta a la pérdida de competitividad. No obstante, el PIB consiguió aumentar un 3% en 2002 y se prevé que crezca a la misma tasa durante el presente año. Estos logros obedecen, en parte, a una política fiscal promotora del crecimiento, cuya aplicación ha sido posible después de varios años de consolidación y reducción de la deuda pública. En Tanzania y Uganda, la depreciación del tipo de cambio ayudó a compensar las fuertes caídas experimentadas por la relación real de intercambio a consecuencia de los pronunciados descensos de los precios del café y de otras exportaciones tradicionales. Además, las depreciaciones, combinadas con unos precios estables, fomentaron una diversificación hacia nuevos sectores exportadores que se vio impulsada por entradas de IED.

En Oriente Medio, la escasa competitividad de las exportaciones de Egipto, así como unos menores ingresos por turismo y unas entradas de capital más reducidas, produjeron un deterioro del crecimiento económico. La rápida expansión de un mercado paralelo de divisas puso en duda la sostenibilidad del tipo de cambio fijo, instando a las autoridades a adoptar un régimen de tipo de cambio flexible en enero de 2003. Aunque la depreciación posterior de la libra parece haber restablecido la competitividad exterior de Egipto, las perspectivas continúan siendo inciertas. La depreciación podría incrementar la inflación de forma sustancial en ausencia de una nueva ancla nominal para la política monetaria. Asimismo, la política fiscal podría verse obligada a ser más contractiva para poder frenar el crecimiento de la deuda pública y evitar una nueva reducción de la calificación crediticia del país.

En Egipto, la depreciación podría elevar la inflación

En Irán, el crecimiento ha aumentado y la balanza por cuenta corriente ha mejorado en los últimos años. Sin embargo, la elevada inflación existente (ligada en parte a un deterioro de la posición fiscal) continúa planteando problemas. Por el contrario, los precios de consumo han caído en Arabia Saudita desde 1998, a pesar de un elevado déficit público y un cociente entre la deuda pública y el PIB cercano al 100%. Aunque las exportaciones de petróleo más reducidas hicieron disminuir el crecimiento del PIB en 2002, el superávit por cuenta corriente siguió acercándose al 5% del PIB. Este hecho permitió un nuevo aumento de las reservas de divisas y permitió a las autoridades mantener unos tipos de interés muy bajos. Se prevé un mayor crecimiento en 2003, aunque las perspectivas continúan dependiendo en gran medida de la evolución del mercado del petróleo.

Los precios aumentaron en Irán, pero disminuyeron en Arabia Saudita

En Israel, la recesión iniciada con el estallido de la burbuja de las tecnologías informáticas se acentuó y el desempleo sobrepasó el 10%. El desequilibrio fiscal permaneció elevado y el déficit por cuenta corriente creció hasta situarse por encima del 2% del PIB. Con vistas a contrarrestar el incumplimiento del objetivo de inflación y el incremento de las expectativas inflacionarias provocado por la depreciación del shekel, el banco central elevó su tipo de interés para préstamos en más de 500 puntos básicos. Esta medida acabó frenando la depreciación del tipo de cambio y estabilizó la tasa de inflación. Dado que los ingresos por turismo y exportaciones seguirán dependiendo hasta cierto punto de la situación de seguridad en el país, las encuestas de opinión de empresarios y consumidores predicen para este año, a lo sumo, una débil recuperación del PIB.

Recesión en Israel

IV. La política monetaria en los países industrializados avanzados

Aspectos más destacados

Durante el periodo examinado, la política monetaria en las economías industrializadas fue expansiva. Esto se debió en parte a la tímida recuperación que tuvo lugar en 2002 y en parte a los riesgos de un brusco empeoramiento de la actividad económica en un entorno de elevada incertidumbre. En concreto, las autoridades económicas se vieron enfrentadas a la necesidad de apoyar el gasto en consumo, contrarrestar los efectos de los lastres financieros de finales de 2002 sobre la demanda y mejorar la confianza en medio de la incertidumbre geopolítica reinante a comienzos de 2003.

En Estados Unidos, los persistentes efectos de los desequilibrios anteriores siguieron afectando considerablemente las expectativas de una recuperación sólida. En este contexto, la Reserva Federal mantuvo constante su tipo de interés oficial objetivo durante la mayor parte del periodo y bajó el tipo de interés una sola vez a finales de 2002. El BCE en un principio mantuvo los tipos de interés estables en niveles más elevados, ya que la inflación seguía siendo motivo de preocupación, pero acabó reduciéndolos cuando el crecimiento se debilitó de forma inesperada. El entorno de la política monetaria en Japón fue un caso único. La economía dio muestras de estabilización, pero las perspectivas siguieron siendo muy inciertas. Por ello, el Banco de Japón siguió aplicando e intensificando sus políticas de suavización en términos cuantitativos. La situación resultó más variada en otros países industrializados y algunos bancos centrales elevaron los tipos de interés ante los temores de una acentuación de las presiones inflacionistas.

A pesar de la suposición generalizada de que el crecimiento se recuperará en un entorno de baja inflación, las economías todavía se muestran vulnerables a diversos desequilibrios. Éstos aumentan la posibilidad de que se prolongue el periodo de debilidad, en cuyo caso, la deflación podría extenderse fuera de Asia. Al final de este capítulo se presenta una sección especial en la que se aborda el riesgo de deflación y sus consecuencias para los bancos centrales en las economías industrializadas avanzadas.

Repaso de los acontecimientos

Estados Unidos

Durante el periodo analizado, la Reserva Federal mantuvo su postura marcadamente acomodaticia en materia de política monetaria, en respuesta a una economía acosada por la atonía en la actividad, riesgos económicos y geopolíticos y la posibilidad de un debilitamiento del mecanismo de

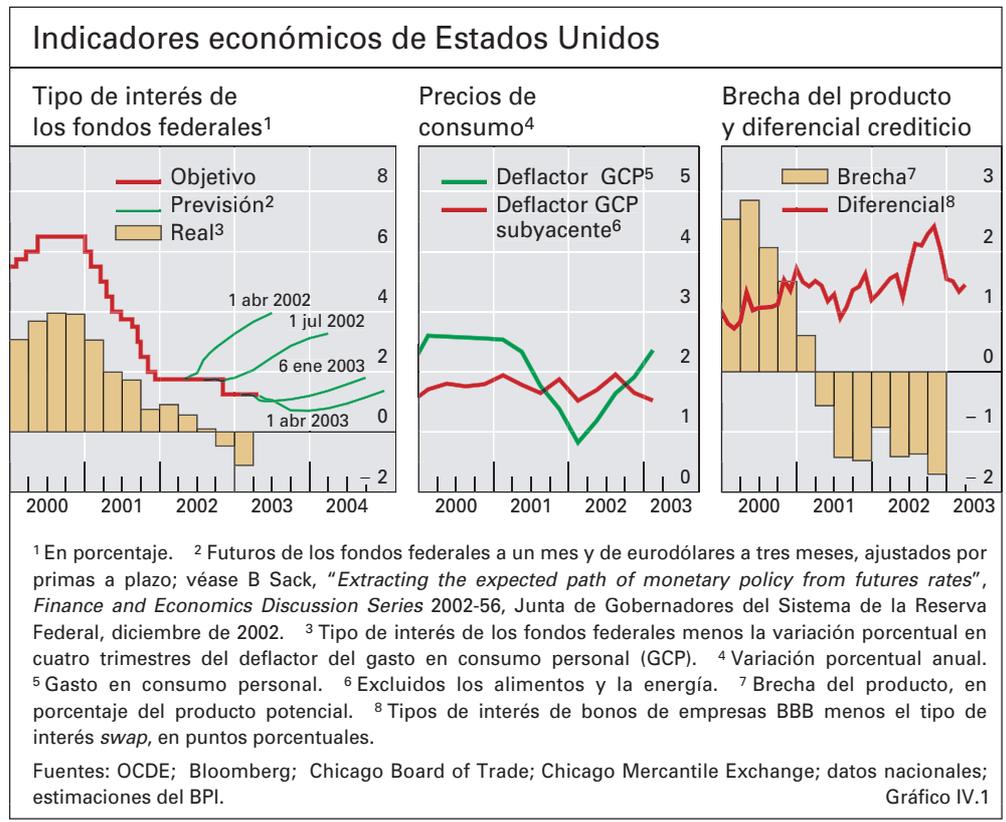
La política monetaria estadounidense continuó siendo muy acomodaticia

transmisión de la política monetaria. Sin embargo, conforme la situación económica fue evolucionando, la Reserva Federal consideró necesario introducir varios ajustes en el grado de estímulo de su política.

A comienzos de 2002, el Comité para las Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC) modificó su valoración de los riesgos, dejando de estar principalmente inclinado hacia la debilidad económica para basarse en una evaluación equilibrada de las perspectivas de crecimiento del producto y de la inflación. El consumo privado había demostrado tener una mejor capacidad de adaptación de lo inicialmente previsto y el ciclo de las existencias se había vuelto más favorable. Con estas perspectivas más optimistas y un tipo de interés oficial de solamente el 1,75%, los mercados esperaban un incremento considerable a corto plazo del tipo de interés objetivo de los fondos federales (véase el Gráfico IV.1). Sin embargo, en agosto el FOMC había revisado a la baja sus expectativas en cuanto a la fortaleza de la recuperación y a la gravedad de las presiones inflacionistas, con lo que volvió a llevar el balance de riesgos hacia un crecimiento más débil. En noviembre, la situación se había debilitado lo suficiente como para justificar un recorte en el tipo de interés oficial de 50 puntos básicos, algo mayor de lo que se esperaba. Con una tasa de inflación general interanual en torno al 2%, el tipo de interés de los fondos federales ajustado por la inflación cayó hasta aproximadamente el -1% por primera vez desde mediados de los años 70.

Recorte del tipo de interés de los fondos federales hasta el nivel más bajo de los últimos 40 años

La creciente incertidumbre se mencionó como uno de los principales factores que habían conducido a la decisión de noviembre, debido a su efecto inhibitor sobre el gasto, la producción y el empleo. La aprensión del mercado ante los escándalos corporativos y las irregularidades contables también



supuso un contratiempo fuera de lo corriente que se tradujo en un debilitamiento de los mercados de renta variable y en un incremento de los diferenciales crediticios (véase el Capítulo VI). El FOMC reaccionó de forma un tanto sorprendente al acompañar la reducción del tipo de interés con la adopción de una valoración equilibrada de los riesgos. Parece que la combinación de estas dos decisiones ocasionó cierta confusión en el mercado en cuanto a la verdadera postura del Comité sobre la evolución del tipo de interés oficial a corto plazo.

La incertidumbre se intensificó, especialmente en el ámbito geopolítico

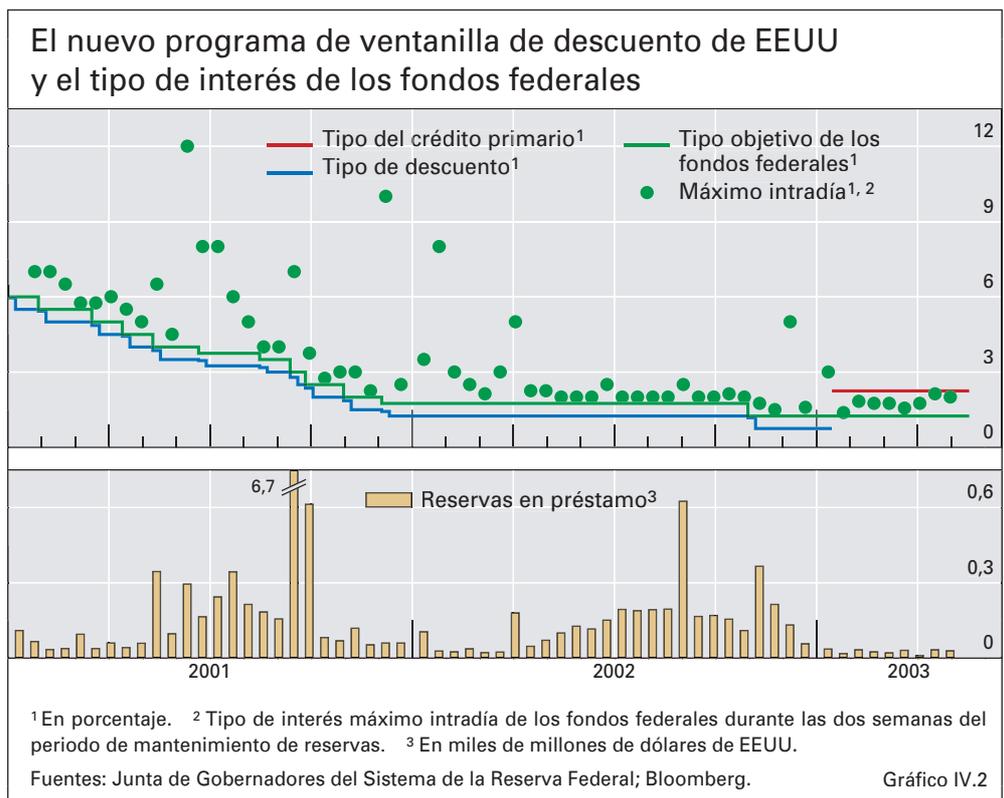
A comienzos de 2003 el tipo de interés oficial se mantuvo estable, a pesar de la intensificación de la incertidumbre sobre la evolución económica a corto plazo. Sin embargo, el FOMC suspendió temporalmente su práctica habitual de anunciar su valoración del riesgo al término de las reuniones programadas regularmente. A través de un comunicado de prensa, manifestó la imposibilidad de facilitar información útil debido a que la situación se había vuelto demasiado incierta. No obstante, en el mes de mayo el FOMC reanudó esta práctica y consideró que los riesgos se inclinaban predominantemente hacia la debilidad. Aunque se consideraba que los riesgos para el logro de un crecimiento sostenible a corto plazo estaban aproximadamente equilibrados, el FOMC interpretó que la probabilidad de que se produjera una caída considerable e indeseada de la inflación, aunque pequeña, era mayor que la de un repunte de la misma.

Se abordó la posibilidad de que se produjera deflación ...

Otros dos asuntos importantes atrajeron especialmente la atención durante el periodo analizado: la deflación y la eficacia de la política monetaria. Este pasado año no se pudo descartar por completo la posibilidad, si bien remota, de que se produjera en algún momento un fenómeno deflacionario, dada la situación de inflación baja, atonía económica persistente, desequilibrios financieros potencialmente graves y una recuperación aún vulnerable a acontecimientos negativos. A lo largo del periodo, la Reserva Federal anunció que, aun en el supuesto improbable de que los tipos de interés nominales llegaran a cero, otros instrumentos de política monetaria se estimaban suficientes para combatir la deflación (véase a continuación).

... y se plantearon dudas sobre la efectividad de la política monetaria

La débil recuperación también suscitó dudas sobre la efectividad de la política monetaria en las circunstancias actuales. No cabe duda de que la actividad de algunos sectores, como la inversión en capital y las propiedades inmobiliarias comerciales, resultó especialmente decepcionante. La confianza de las empresas y los consumidores también resultó hasta cierto punto insensible a los tipos de interés más bajos. Esto se debió en parte a la incertidumbre reinante, pero también al menor precio de las acciones y a la necesidad de fortalecer los balances de las empresas. Estos acontecimientos, así como la caída del dólar, parece que provocaron cierta huida hacia la calidad, aunque este cambio se produjo de forma ordenada y controlada (véase el Capítulo VI). En general, estas dificultades persistentes necesitaron tipos de interés oficiales más bajos de lo habitual para conseguir el estímulo deseado. Incluso así, la política monetaria tuvo un efecto positivo en muchos otros sectores sensibles a los tipos de interés, como la vivienda, la demanda de bienes relacionados con ella y los bienes de consumo duraderos, especialmente los automóviles (véase el Capítulo II). Por lo tanto, los datos



disponibles hasta el momento apuntan a un reducido riesgo de que la política monetaria en su conjunto sea ineficaz.

En enero de 2003, la Reserva Federal adoptó una nueva estructura institucional para su ventanilla de descuento. Sustituyó los programas de crédito de ajuste y de crédito ampliado por una nueva facilidad de tipo lombardo similar a las que ofrecen otros importantes bancos centrales. El programa de crédito primario, que ahora es su programa principal, concede créditos a instituciones depositarias solventes a un tipo de interés por encima del tipo de interés objetivo de los fondos federales, y lo hace "sin hacer preguntas" (véase el Gráfico IV.2). Con este sistema, desaparecen muchos de los obstáculos administrativos asociados con el programa anterior. El tipo de interés para los préstamos también debe servir de límite superior para la volatilidad intradía del tipo de interés de los fondos federales. Las modificaciones introducidas en la ventanilla de descuento no pretenden reflejar ningún cambio de orientación en la política monetaria, que sigue estando determinada principalmente por el tipo de interés objetivo de los fondos federales.

La Reserva Federal adoptó una facilidad de crédito de tipo lombardo

La zona del euro

Durante la mayor parte de 2002, los tipos de interés oficiales se mantuvieron estables en la zona del euro (véase el Gráfico IV.3). El entorno estuvo caracterizado por un crecimiento sorprendentemente débil y una persistente inflación elevada que se mantuvo por encima del límite superior del intervalo de estabilidad de precios fijado por el BCE. Durante un tiempo, el BCE temió que las expectativas de inflación se consolidaran por encima de este techo.

La política monetaria fue moderadamente expansiva en la zona del euro

Las presiones inflacionistas fueron motivo de preocupación en el primer semestre de 2002 ...

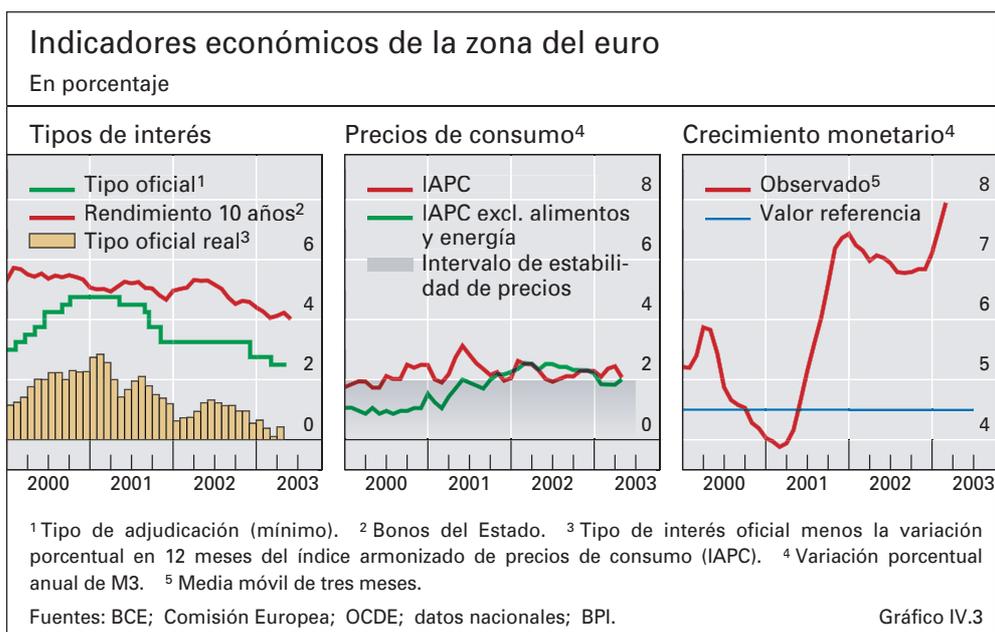
Sin embargo, la postura del BCE sobre el equilibrio de riesgos para la estabilidad de precios se modificó a lo largo del año. Se consideró que los riesgos de inflación estaban aumentando en el verano de 2002, debido al continuo ritmo de crecimiento elevado del agregado monetario, a la evolución de los salarios y a la percepción por parte del público de los efectos inflacionarios del cambio a los billetes y monedas de euro. El BCE adoptó una postura más neutral a comienzos del otoño, a pesar de que tanto el agregado monetario como los salarios seguían mostrando tendencias desfavorables y de que se produjo un incremento en el precio del petróleo. A comienzos de noviembre, los riesgos se percibían claramente a la baja, habida cuenta de la incertidumbre sobre la evolución del crecimiento.

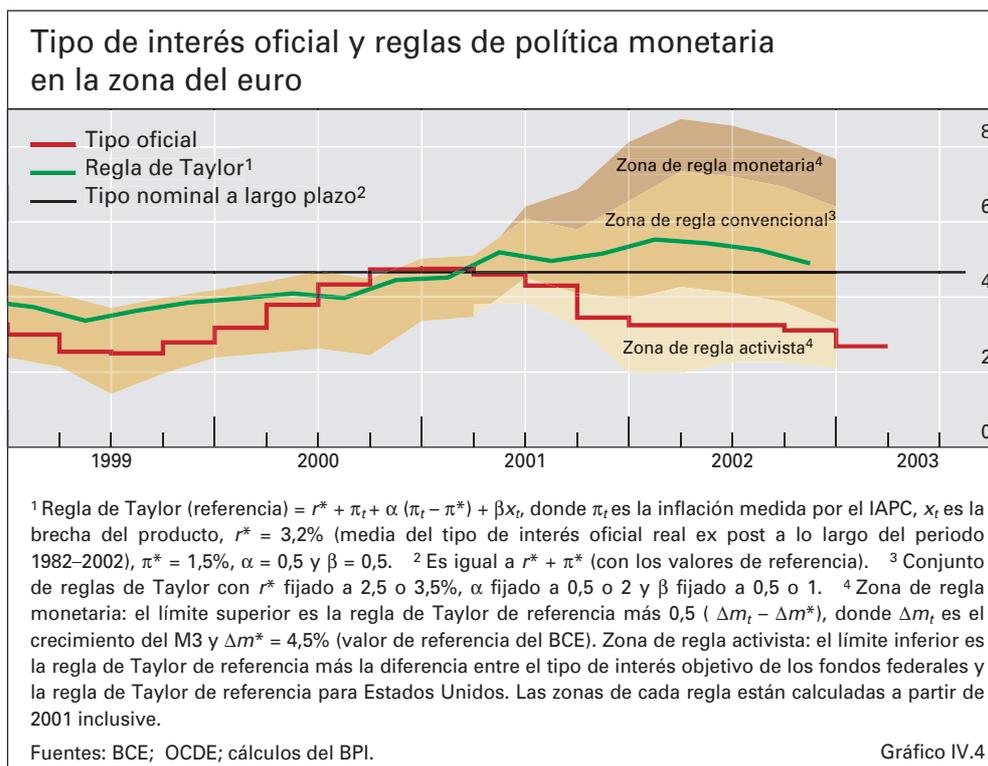
... pero más adelante los riesgos a la baja se acentuaron

En diciembre, el BCE redujo el tipo principal de refinanciación en 50 puntos básicos, ya que las presiones inflacionistas daban muestras de estar reduciéndose como consecuencia del lento crecimiento y de riesgos a la baja, que parecían aún mayores. Mientras tanto, el crecimiento de M3 se mantuvo bastante por encima del valor de referencia del BCE del 4,5%. El BCE explicó que el fuerte crecimiento del agregado monetario se debía en buena medida a reasignaciones de cartera motivadas por la mayor incertidumbre del entorno económico, las tensiones de los mercados financieros y los tipos de interés más bajos. Con todo, la persistente desviación del crecimiento de M3 con respecto al valor de referencia llevó a preguntarse cuánto tiempo pasaría hasta que la demanda de agregados monetarios amplios volviera a ser suficientemente estable como para constituir un indicador fiable para la política monetaria.

A comienzos de 2003, se rebajaron los tipos de interés

A comienzos de marzo se produjo un nuevo recorte de los tipos de interés oficiales, ya que se esperaba que las presiones inflacionistas se moderaran todavía más ante la persistencia de un crecimiento más débil y la apreciación del euro. Ante la considerable incertidumbre causada por las tensiones geopolíticas, el BCE, al igual que la Reserva Federal, señaló que resultaba





difícil definir el equilibrio de riesgos a corto plazo. Además, se consideró que la orientación y la eficacia potencial de la política monetaria a medio plazo dependían de otras medidas oficiales adoptadas en la zona del euro, y en concreto de una mayor consolidación fiscal y del avance de las reformas de los mercados de trabajo y de productos.

Durante buena parte del periodo analizado, se criticó el tono de la política monetaria del BCE por ser demasiado restrictivo, especialmente en comparación con el de la Reserva Federal. Es posible que influyeran en esto las diferencias en el mecanismo de transmisión de la política monetaria y en el diseño de las mismas, concretamente el propósito más explícito del BCE por conseguir la estabilidad de precios y la mayor importancia que concede a los agregados monetarios. Al mismo tiempo, también cabe la posibilidad de que las diferencias entre las condiciones económicas de la zona del euro y Estados Unidos hayan estado en consonancia con el mantenimiento de tipos de interés relativamente más altos.

De hecho, hay indicios de que el BCE y la Reserva Federal, aunque con arreglo a las circunstancias de sus respectivas economías, han mantenido políticas económicas paralelas en lo esencial. En el Gráfico IV.4 figura una evaluación de la orientación de la política monetaria en la zona del euro. En el gráfico se compara el tipo de interés oficial observado con una serie de valores para el tipo de interés oficial obtenidos utilizando varias reglas del tipo Taylor. De acuerdo con estos datos, no sólo el tipo oficial ha estado por debajo de su nivel neutral a largo plazo, sino que además la política monetaria del BCE ha sido más expansiva de lo que cabría esperar bajo la gama de reglas de Taylor convencionales. Esto sería aún más evidente si se hubiera considerado apropiado que la política monetaria respondiera directamente al crecimiento

Se criticó el tono de la política monetaria del BCE por ser demasiado restrictivo ...

... pero esto estaba reñido con los elementos de referencia convencionales

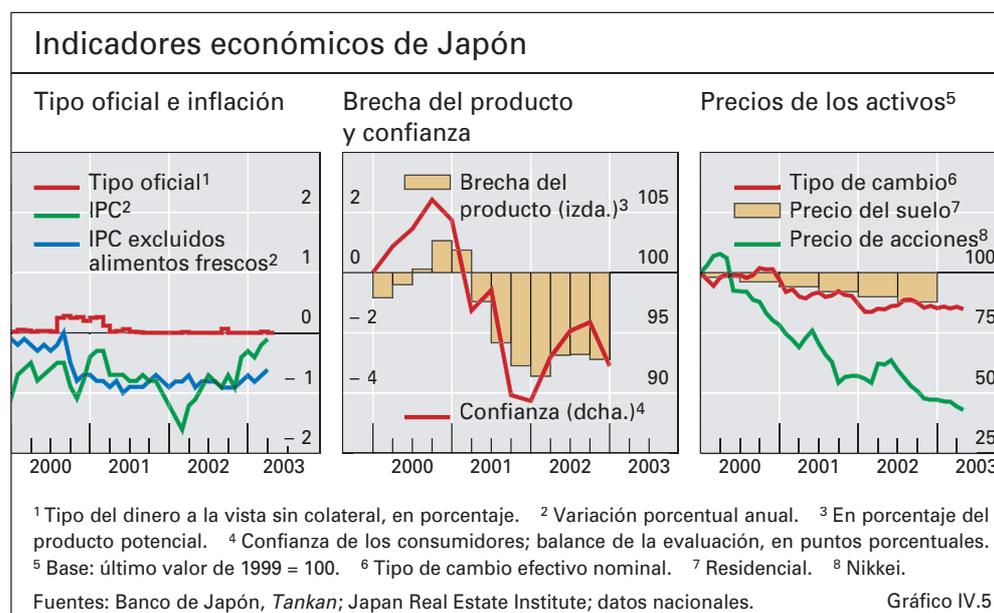
de M3, además de a la inflación y la brecha del producto. Sin embargo, al igual que en Estados Unidos, donde el tipo de interés de los fondos federales se ha mantenido igualmente por debajo de los niveles indicados por la regla de Taylor, la postura particularmente expansiva con relación a reglas de referencia tan simples podría justificarse por la concurrencia de una serie de circunstancias poco comunes. Entre ellas se encuentran la caída previa de los precios de las acciones, la situación geopolítica e incluso la posibilidad de que los tipos de interés alcanzaran el límite inferior cero. Ninguno de estos factores es fácil de incorporar a las reglas convencionales de la política monetaria.

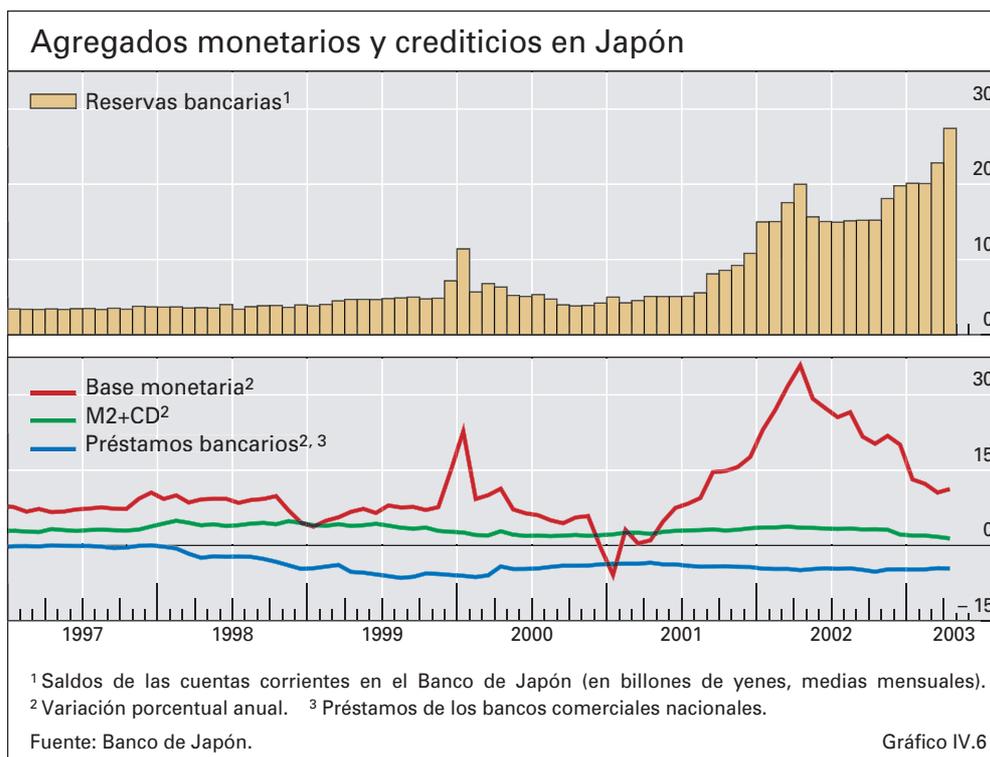
En mayo de 2003, el BCE anunció los resultados de la revisión de su estrategia de política monetaria. Aunque decidió mantener la definición de estabilidad de precios, el Consejo de Gobierno aclaró que su objetivo es mantener la tasa de inflación cercana al 2% en el medio plazo, reiterando su compromiso de evitar la deflación. Además, si bien confirmó su enfoque basado en dos pilares, recalcó que éstos corresponden a dos horizontes de política económica diferentes. Los riesgos para la estabilidad de precios en el corto y medio plazo serán evaluados a partir de un análisis económico amplio que hará hincapié en las perturbaciones que afecten a la zona del euro y en las previsiones de las principales variables. El análisis monetario servirá para verificar las tendencias inflacionarias a medio y largo plazo.

Japón

El Banco de Japón continuó con la suavización cuantitativa

En Japón persistió la deflación durante el periodo analizado, aunque de forma moderada, quedando el IPC subyacente justo por encima del -1% (véase el Gráfico IV.5). Al mismo tiempo, la economía japonesa mostró algunos signos de estabilización durante el año 2002, alentada por la demanda externa. En este contexto, el Banco de Japón mantuvo su política de suavización cuantitativa, lo cual contribuyó a que los tipos de interés a corto plazo se mantuvieran anclados prácticamente en cero. El objetivo para el nivel de los saldos de las cuentas corrientes se mantuvo inicialmente en 10-15 billones





de yenes, pero en octubre se aumentó a 15–20 billones de yenes (véase el Gráfico IV.6). Además, el Banco de Japón incrementó sus compras directas de bonos del Estado a largo plazo en aproximadamente un 20%. La base monetaria creció a un ritmo más lento en la segunda mitad de 2002, aunque el crecimiento de los agregados monetarios amplios (M2+CD) se mantuvo estable en torno al 3%. El crédito comercial se redujo todavía más, lo cual refleja la continua tendencia a la baja de la inversión fija empresarial, los esfuerzos de las empresas por afianzar sus balances y las actitudes más restrictivas de las instituciones financieras a la hora de conceder préstamos.

La política monetaria se relajó aún más en la primera parte de 2003 en respuesta a los mayores riesgos que suponían para la recuperación económica la apreciación del yen frente al dólar y las tensiones geopolíticas. Además, siguieron cayendo los precios de las acciones y también los de la vivienda y los inmuebles comerciales. En una reunión extraordinaria de su consejo de administración celebrada en marzo, el Banco de Japón reafirmó su intención de inyectar abundante liquidez en la economía, incluso por encima de su objetivo para los niveles de las cuentas corrientes. También anunció un incremento en el límite para sus compras de acciones de bancos privados, que pasó de 2 a 3 billones de yenes y nombró un comité dedicado a resolver las posibles reacciones adversas del mercado ante los acontecimientos bélicos en Iraq. En abril, el Banco elevó aún más su objetivo para los saldos de las cuentas corrientes, que quedó fijado en 22–27 billones de yenes y en mayo volvió a elevarlo a 27–30 billones de yenes.

Ante la persistencia de la deflación y la falta de indicios que anunciaran una inmediata y sólida recuperación de la economía japonesa, la eficacia de

Se introdujeron otras medidas extraordinarias

Se suscitaron dudas sobre la suavización cuantitativa ...

la suavización cuantitativa quedó en tela de juicio. Además de otras medidas, como la reducción de los niveles de colateral, la decisión de adquirir carteras de valores de renta variable de los bancos intentaba complementar el programa de suavización cuantitativa. Esta medida se adoptó, entre otras razones, para tratar de proteger los balances de los bancos en caso de que se produjeran nuevas caídas en los precios de las acciones. También se esperaba que la medida contribuyera a restaurar la confianza en el mercado de renta variable en general. Hasta la fecha, estas compras de acciones se han realizado relativamente a pequeña escala. Sin duda, la decisión del Banco de Japón de comprar renta variable también se adoptó en buena medida para subrayar la gravedad de los problemas financieros del país.

... y continuaron solicitándose medidas más drásticas

El Banco de Japón también siguió soportando presiones para adoptar otras medidas incluso más radicales destinadas a combatir la deflación. Una alternativa que recibió el apoyo generalizado fue la ampliación de las compras de activos de riesgo por parte del Banco para incluir los bonos de titulización de activos, los fondos de inversiones inmobiliarias y los fondos cotizados en bolsa. Efectivamente, en abril de 2003 el Banco de Japón anunció su intención de adquirir valores respaldados por títulos de crédito y derechos de cobro, en un intento por canalizar fondos directamente hacia las pequeñas y medianas empresas. Otra posible medida era la adopción de un objetivo de inflación, aunque el Banco de Japón ya se ha comprometido a mantener su política de tipos de interés cero y suavización cuantitativa hasta que cesen las bajadas de los precios. También se sugirió la adopción de medidas monetarias conducentes a la depreciación del yen, para complementar las medidas sobre el tipo de cambio formuladas por el Ministerio de Economía. De hecho, las autoridades intervinieron varias veces en los mercados de divisas, especialmente a comienzos de 2003, aunque su objetivo era más bien frenar la apreciación del yen frente al dólar, y no tanto favorecer una depreciación.

Países con un objetivo de inflación

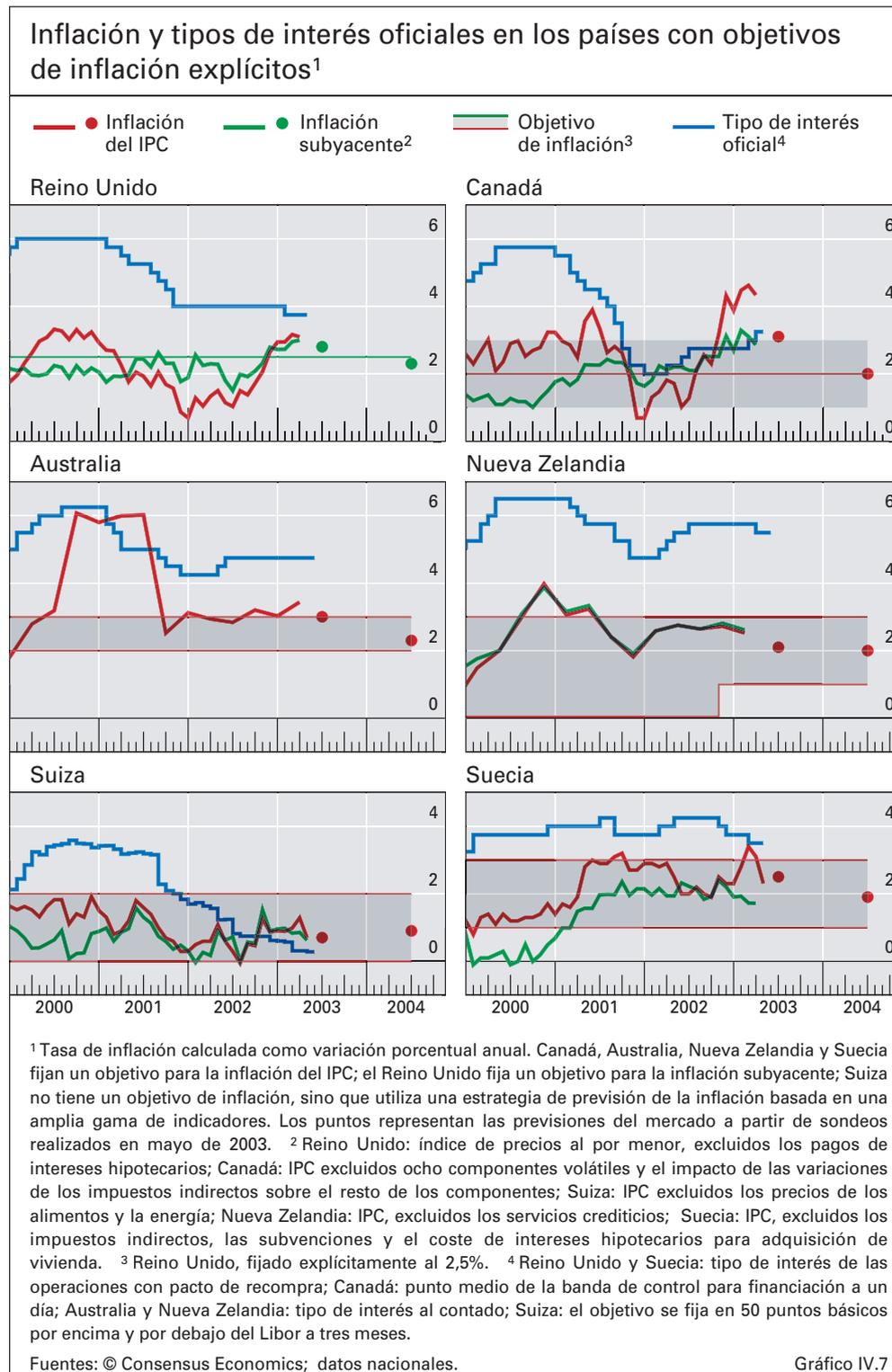
Generalización de las políticas monetarias expansivas

Los bancos centrales de los países con un objetivo de inflación explícito por lo general mantuvieron una orientación acomodaticia durante el periodo analizado. Hay varios factores comunes que subyacen a este impulso general: la desaceleración de la demanda mundial, la incertidumbre geopolítica y los efectos de las caídas previas de los precios de las acciones que persisten. Se llevaron a cabo políticas expansivas a pesar de que las presiones inflacionistas a corto plazo fueron en general elevadas, o aumentaron durante el periodo (véase el Gráfico IV.7). Se consideró que esta situación se debía en cierta medida a las subidas de los precios de la energía y otras circunstancias adversas por el lado de la oferta. Suponiendo que estas presiones fueran pasajeras y que sus efectos se atenuaran al cabo de cierto tiempo, la tasa de inflación se reduciría, especialmente si actuaran los efectos compensadores derivados de la apreciación de los tipos de cambio y la atonía económica.

Los acontecimientos propios de cada país ponen de manifiesto otros problemas de política económica a los que tuvieron que enfrentarse las

autoridades económicas a lo largo del año pasado, especialmente la forma de alcanzar el objetivo de inflación sin descuidar algunas incertidumbres importantes, tales como los riesgos inherentes en ocasiones a las subidas bruscas en los precios de la vivienda. El Banco de Inglaterra mantuvo su tipo de interés oficial estable durante la mayor parte del periodo, mientras la producción se mantenía por debajo del potencial y la inflación fluctuaba en torno al objetivo del 2,5%. El Banco expresó cierta reticencia a bajar los

Los tipos de interés oficiales se mantuvieron estables en general durante el segundo semestre de 2002



tipos de interés debido a las presiones de la demanda interna y al posible agravamiento de los desequilibrios en el sector de los hogares, especialmente aquellos derivados del activo mercado de la vivienda. Después de endurecer sus políticas monetarias a comienzos de 2002, el Banco de Canadá, el Banco de la Reserva de Australia y el Banco de la Reserva de Nueva Zelandia mantuvieron sus tipos de interés sin cambios durante un tiempo, a pesar de la solidez del crecimiento interno y de la disminución de la capacidad sobrante, como medida de precaución ante los considerables riesgos de desaceleración. La apreciación de los tipos de cambio y una cierta moderación de las perspectivas de crecimiento mundial contribuyeron a mantener la inflación cerca de los límites superiores de sus respectivas bandas objetivo. El Banco de la Reserva de Australia y, en menor medida, el Banco de la Reserva de Nueva Zelandia también se mostraron cada vez más atentos a los posibles problemas derivados del rápido encarecimiento de la vivienda. En Suecia, el Riksbank mantuvo su tipo de interés oficial en torno al 4% en 2002. Una de las preocupaciones más importantes durante el año fue la posibilidad de que la inflación, que se mantenía en el límite superior de la banda objetivo, pudiese quedar incrustada en forma de expectativas de inflación más altas.

La incertidumbre geopolítica contribuyó a que los tipos de interés fueran más bajos

Varios bancos centrales encontraron motivos para suavizar sus políticas monetarias en 2003. Esto se debió, en parte, al empeoramiento de las perspectivas económicas internacionales y a la reducción de la confianza, en estrecha relación con el resurgimiento de la incertidumbre justo antes de que estallara la guerra en Iraq. El Banco de Inglaterra redujo en febrero su tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, para situarlo en el 3,75%, el nivel más bajo desde 1955. El Riksbank recortó el tipo de interés de las operaciones con pacto de recompra en 25 puntos básicos a mediados de marzo para protegerse de los riesgos de desaceleración. El Banco Nacional Suizo respondió al debilitamiento de la actividad internacional rebajando los límites inferior y superior de su banda objetivo para el Libor a tres meses hasta el 0% y 0,75% respectivamente, y el tipo de interés diario observado llegó a reducirse hasta el 0,29%. Al tener poco margen de maniobra a corto plazo, las autoridades suizas también anunciaron su intención de intervenir en el mercado de divisas para estimular la demanda, si fuera necesario. El Banco de la Reserva de Nueva Zelandia redujo su tipo de interés oficial en 25 puntos básicos confiando en que las presiones inflacionistas se reducirían. En cambio, la continuada tendencia al alza en la inflación llevó al Banco de Canadá a aumentar su tipo de interés oficial en 50 puntos básicos a comienzos del 2003.

Suiza se encuentra ahora cerca del límite inferior cero

Puede resultar necesario un nuevo equilibrio sectorial

Incluso si la recuperación mundial se afianza, las autoridades económicas de los países que cuentan con un objetivo de inflación seguirán teniendo que enfrentarse a varios desafíos. Es importante determinar si los acontecimientos puntuales que afectaron negativamente a la oferta a lo largo del año pasado, como los repuntes en el precio del crudo y en los precios del sector servicios en algunos países, pueden dar lugar a un aumento de la inflación. En la práctica, aunque estos acontecimientos persistieran, sería poco probable que afectaran tan seriamente a la inflación como lo hicieron en los años 70. Desde entonces, las expectativas de inflación se han ido afianzando en torno a un nivel inferior, en parte debido a la credibilidad de la lucha contra la inflación que

tanto ha costado conseguir. Las medidas encaminadas a fijar un objetivo de inflación han incrementado la confianza del público sobre el hecho de que no se permitirá una subida inexorable de las tasas de inflación.

También es importante determinar si los altos precios de la vivienda en algunos países son sostenibles. Si el encarecimiento de las viviendas que ha tenido lugar en países como el Reino Unido, Australia y Nueva Zelanda resulta ser sostenible, los bancos centrales no tienen necesidad de prestarles especial atención. En cambio, si estas subidas resultaran insostenibles y la posterior corrección fuese considerable, las autoridades económicas podrían enfrentarse a un periodo de ajuste potencialmente desestabilizador. En el contexto de otros desequilibrios financieros, unos descensos suficientemente bruscos en el gasto podrían incluso llegar a provocar deflación si los niveles iniciales de inflación del IPC fueran suficientemente bajos.

Preocupación por el precio de la vivienda

El riesgo de deflación y sus implicaciones

El concepto de deflación, es decir, un descenso en el nivel general de los precios, había caído en desuso durante la mayor parte del periodo de posguerra, que se vio caracterizado por una elevada tasa de inflación, pero últimamente ha surgido con mayor frecuencia en los debates sobre política económica. El éxito de las medidas para controlar la inflación ha acentuado la posibilidad de que las economías industrializadas más avanzadas puedan entrar en una situación de deflación si se produce una recesión importante. De hecho, teniendo en cuenta los sesgos que afectan a las mediciones estándar de los precios agregados, la frecuencia trimestral de casos de "deflación efectiva" ha aumentado notablemente (véanse el Cuadro IV.1 y el Capítulo III). La reciente experiencia japonesa, así como la época de la Gran Depresión, muestran con toda claridad que un entorno aparentemente benigno de baja inflación puede dar lugar a un periodo de deflación perjudicial.

La deflación se ha convertido en una preocupación generalizada

Una de las dificultades más serias a las que han tenido que enfrentarse los bancos centrales en un entorno deflacionario es la restricción que presenta el límite inferior cero (LIC). La importancia del LIC como limitación vinculante depende en última instancia de la gravedad de la deflación, así como del

Frecuencia de la deflación efectiva, T1 1960–T4 2002 ¹						
	1960–69	1970–79	1980–89	1990–99	2000–01	2002
Inflación general	13,7	3,0	7,5	11,8	22,1	28,9
Deflactor del PIB ²	8,7	2,0	5,3	15,4	32,2	34,7
Inflación subyacente ³	3,5	1,6	3,4	14,7	31,3	17,9
Servicios menos vivienda ⁴	4,0	1,3	2,2	12,2	28,6	16,1
Inflación al por mayor ⁵	27,6	7,6	23,1	35,2	25,0	57,3

¹ La frecuencia de la inflación efectiva se define como el porcentaje de los trimestres con inflación anual por debajo del 1% para cada tipo de índice de precios en Alemania, Argentina, Bélgica, Brasil, Canadá, Chile, China, Colombia, Corea, Estados Unidos, Francia, Hong Kong RAE, Indonesia, Italia, Japón, Malasia, México, los Países Bajos, Perú, el Reino Unido, Singapur, Suecia, Suiza, Tailandia, Taiwan (China) y Venezuela. ² Excepto Argentina, Chile, China, Colombia, Perú, Singapur y Venezuela. ³ Excepto los países de la nota 2 y Brasil, Hong Kong RAE, Indonesia, Malasia y Taiwan (China). ⁴ Excepto los países de la nota 2 y Hong Kong RAE, Malasia, Tailandia y Taiwan (China). ⁵ Excepto China y Hong Kong RAE.

Cuadro IV.1

nivel en el que se encuentre el tipo de interés real natural. Este último está directamente relacionado con el índice de crecimiento potencial del producto y varía de un país a otro. El principal problema para los bancos centrales es que necesitarían emplear medidas no convencionales para relajar aún más la política monetaria si los tipos de interés nominales a corto plazo llegasen a cero.

Siguiendo el dicho “espera lo mejor pero prepárate para lo peor”, en esta sección se analizan algunas de las lecciones aprendidas sobre la deflación a lo largo de la historia, prestando especial atención al papel desempeñado por la política monetaria y por el LIC.

Problemas de la deflación

La deflación no es coherente con los objetivos de los bancos centrales

Los bancos centrales consideran que la deflación es un fenómeno indeseable porque se contradice con su objetivo de promover el bienestar a través de la estabilidad de precios. En la práctica, la mayoría de los bancos centrales considera que la estabilidad de precios equivale a una tasa de inflación reducida, pero positiva. Este objetivo de estabilidad de precios refleja los conocidos costes económicos derivados de la inflación, por arriba, y de la deflación, por abajo, tales como las distorsiones de los precios relativos y las redistribuciones arbitrarias de la riqueza. Además, la deflación conlleva otros costes que dependen en gran medida de la situación económica concreta asociada a cada episodio.

Los costes de la deflación dependen de las circunstancias

Por una parte, puede haber situaciones en las que la deflación sea relativamente benigna. En una economía donde los mercados de trabajo y de productos son flexibles, una ligera deflación tal vez no resulte más costosa ni más arriesgada que una desviación de la inflación de proporciones similares por encima del nivel deseado por el banco central. En consecuencia, estos fenómenos de deflación tal vez no requieran la adopción de medidas excepcionales. Por ejemplo, es probable que una economía con una baja inflación media experimente de forma natural breves periodos esporádicos de deflación en el transcurso normal de las fluctuaciones cíclicas de la actividad económica, en respuesta a las oscilaciones de la oferta y la demanda. Un debilitamiento inesperado de la demanda puede provocar una situación de atonía económica, con la consiguiente presión a la baja sobre la inflación, que podría ser suficiente para alcanzar la deflación. De igual manera, si concurren circunstancias favorables para la oferta, como un crecimiento rápido de la productividad o un descenso en los precios de los bienes intermedios importados, pueden generarse presiones deflacionarias, ya que los precios de los productos disminuyen y los costes laborales unitarios permanecen moderados. Es posible que estas situaciones de deflación motivadas por la oferta sean las más positivas, porque normalmente tienden a ir acompañadas de un rápido crecimiento de la producción y de los precios de los activos físicos y financieros.

La deflación puede ser perjudicial ...

Por otra parte, la deflación puede resultar más perjudicial que la inflación a causa de diversas asimetrías económicas. En primer lugar, si los salarios nominales fuesen especialmente rígidos a la baja, el hecho de no disminuir podría ocasionar problemas de ajuste en los mercados de trabajo durante

un periodo de deflación. Los salarios reales aumentarían, lo cual retrasaría la recuperación o incrementaría las fuerzas contractivas al elevar las tasas de desempleo y reducir el crecimiento de la renta. En segundo lugar, la deflación de la deuda (el incremento en términos reales de los costes del servicio de los contratos de crédito nominales debido a la deflación) puede contener la demanda durante una deflación, aunque este efecto no sería por sí mismo distinto al asociado con una desinflación inesperada. El consiguiente deterioro de la situación financiera de los prestatarios podría llevarles a recortar el gasto con el fin de sanear sus balances, al tiempo que podría dificultar la obtención de financiación externa y, en el peor de los casos, provocar más quiebras y debilitar seriamente la calidad de los activos de las instituciones financieras. En tercer lugar, la deflación puede comprometer la capacidad de la política monetaria para estimular la actividad económica una vez que se ha alcanzado el LIC, porque los tipos de interés reales aumentarían si se espera que la deflación también lo haga. En ausencia de una política monetaria expansiva, se pondría en riesgo el crecimiento y la velocidad de la recuperación sería más lenta.

Las consecuencias de la deflación resultarían particularmente perjudiciales si estuvieran precedidas de una acumulación de cuantiosas deudas y acompañadas de caídas bruscas de los precios de los activos. El desencadenamiento de desequilibrios financieros incluso podría conducir a una espiral deflacionista. En una situación tan extrema, los nuevos ciclos de deflación de la deuda, las considerables reducciones del valor del colateral y el aumento de los coeficientes de endeudamiento, así como el enquistamiento de las expectativas de deflación, podrían tener repercusiones importantes en el sistema financiero e incluso causar quiebras de instituciones financieras y alterar el buen funcionamiento de los mercados. El resultado podría ser muy perjudicial, ya que incluiría una contracción de la producción y un incremento del desempleo. Un claro ejemplo de estos procesos, desencadenado por la adopción de políticas económicas desacertadas, fue la Gran Depresión en Estados Unidos.

... especialmente si va asociada a bajadas en los precios de los activos

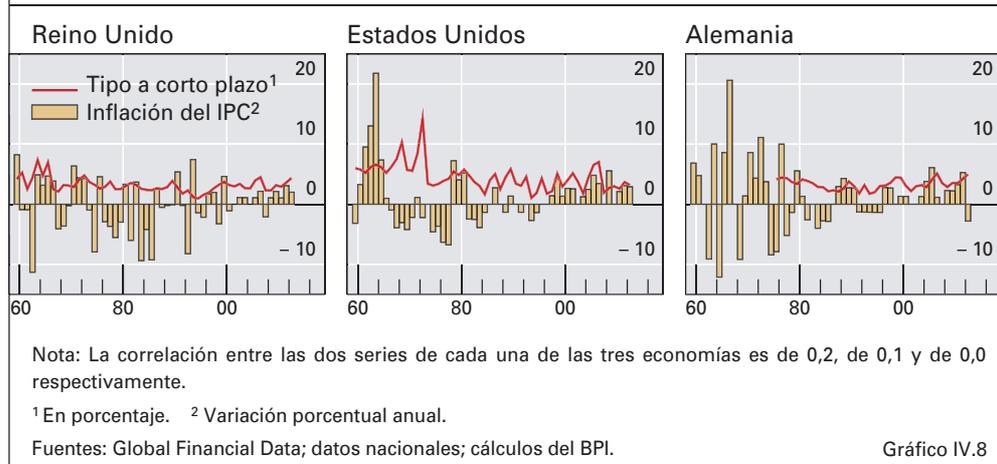
Antecedentes históricos

Las experiencias deflacionarias del pasado, especialmente durante el siglo XIX y principios del XX, nos permiten comprender mejor la naturaleza de la deflación y los retos que este fenómeno plantea a las autoridades monetarias. Se pueden destacar varios aspectos muy ilustrativos.

La característica más llamativa de ese periodo es que la deflación era un fenómeno mucho más común que en épocas recientes. Por ejemplo, la deflación era tan habitual como la inflación durante el periodo 1860–1900 en el Reino Unido, Estados Unidos y Alemania (véase el Gráfico IV.8). Este fenómeno refleja en parte el hecho de que en aquella época el sistema monetario estaba basado en una regla: el patrón oro. Con el patrón oro, los Gobiernos nacionales mantenían el precio del oro en una paridad fija, lo cual en la práctica contenía el proceso de la inflación. En consecuencia, el nivel de los precios no podía aumentar constantemente, como lo hizo en la segunda mitad del siglo XX, salvo que hubiera un incremento continuo en las reservas

La deflación era un fenómeno común

Deflación y tipos de interés desde una perspectiva histórica (1860–1913)



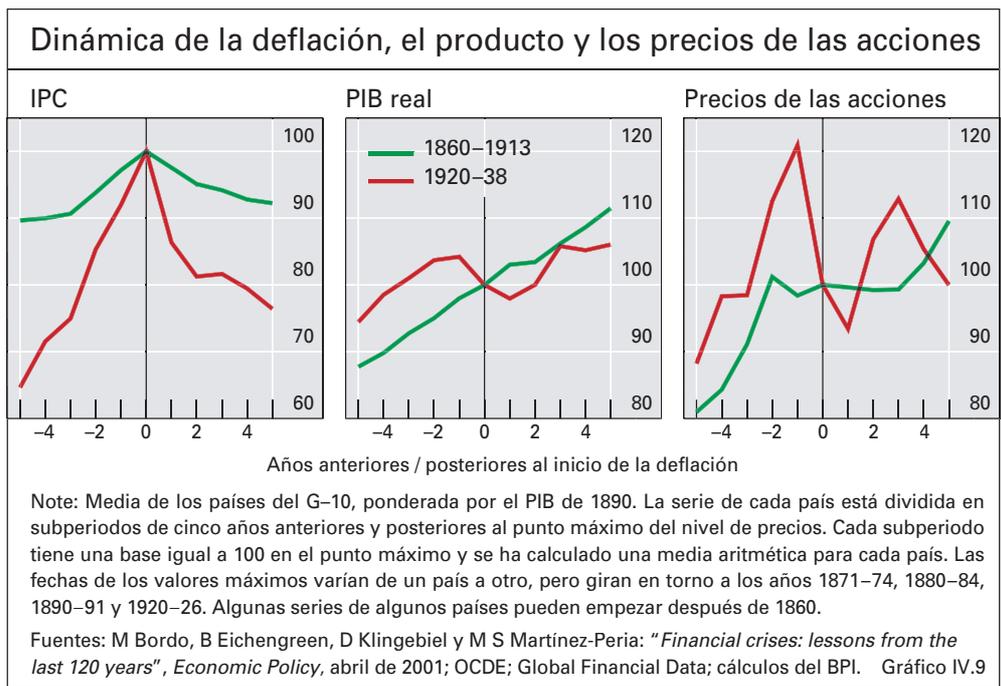
de oro. Esto significaba que los periodos de inflación alternaban en el tiempo con periodos de deflación y, a largo plazo, los precios se mantenían comparativamente estables.

Las situaciones de deflación moderada eran congruentes con los buenos resultados económicos

Otro hecho histórico interesante es que en varios países la deflación raramente iba acompañada de una obvia desaceleración del PIB real. De hecho, y si los datos históricos anuales son correctos, lo normal era que la producción siguiera creciendo incluso después de que los precios alcanzaran niveles máximos (véase el Gráfico IV.9). Esto se puede deber a distintas causas, como la considerable flexibilidad de los salarios nominales, la naturaleza del régimen monetario y el modo en que se formaban las expectativas sobre los precios (véase a continuación), así como los niveles de deuda históricamente moderados. La Gran Depresión constituye una peculiar excepción, ya que se produjo un hundimiento importante de la producción, un derrumbe de los precios de los activos y considerables tensiones financieras. En un contexto histórico más amplio, la Gran Depresión se puede interpretar mejor como un periodo excepcional en el que tuvieron lugar muchos acontecimientos económicos y de política económica especialmente desfavorables, cuya acción conjunta dio lugar a la contracción más grave de los últimos 100 años.

Los periodos de deflación por lo general eran inesperados

Los datos históricos también revelan que, por regla general, en el siglo XIX no se preveía el comienzo de los periodos de deflación, ni siquiera los casos más agudos. Al parecer, las expectativas sobre los precios normalmente se adaptaban lentamente a los acontecimientos económicos. Aunque no disponemos de datos de encuestas de este periodo, los indicios indirectos obtenidos a partir del comportamiento del tipo de interés nominal coinciden con esta conclusión. Los tipos de interés nominales a corto plazo eran extraordinariamente estables, a pesar de las grandes fluctuaciones en la tasa de variación de los precios (véase el Gráfico IV.8). Esta estabilidad quedaba especialmente de manifiesto en los tipos de interés nominales a largo plazo. Cabría argumentar al respecto que las expectativas sobre la inflación no eran muy sensibles a los comportamientos anteriores de la inflación, porque los



datos sobre los precios por lo general no estaban disponibles oportunamente, la teoría sobre los índices de precios agregados aún estaba en una fase muy temprana y las teorías sobre la determinación de los tipos de interés nominal todavía no se habían desarrollado o no eran bien conocidas. Otra posible explicación complementaria a la anterior es que las expectativas simplemente reflejaban la naturaleza del régimen monetario. Dado que, como se ha señalado anteriormente, las tasas de inflación y deflación eran menos persistentes con el patrón oro, los errores en los pronósticos a corto plazo habrían tendido a quedar compensados con el tiempo, de tal manera que supondrían costes reducidos en promedio.

Una cuarta característica, algo más sorprendente, de las deflaciones en el siglo XIX y comienzos del XX es que raramente se alcanzaba el LIC. Es más, salvo en el periodo de entreguerras, los tipos de interés a corto plazo raramente se acercaron al nivel cero. Probablemente esto se debía en parte a los lentos cambios en las expectativas, pero también a la naturaleza del régimen monetario. Concretamente, con el patrón oro los tipos de interés oficiales (de descuento) se mantenían bastante estables en torno a niveles históricos y solamente se ajustaban al alza cuando la paridad del oro sufría presiones.

El LIC no era importante

Enseñanzas que se pueden extraer de la experiencia pasada

Si se examinan los hechos desde el prisma adecuado, los datos históricos pueden ser reveladores para las autoridades económicas de nuestros días. Un primer aspecto a señalar es que, a pesar de las evidentes diferencias entre los dos, en el sistema monetario actual, basado en el dinero fiduciario, las políticas destinadas a mantener la inflación estable y en niveles bajos actúan de forma muy parecida a las normas implícitas impuestas por el sistema del patrón oro. En ambos casos, las desviaciones de la estabilidad de precios

Los regímenes monetarios revisten importancia

provocan una reacción que en la práctica limita el comportamiento de los precios. Con el patrón oro, las reservas internacionales y el oro fluían de forma natural desde los países con una inflación relativamente elevada; con el sistema actual, los bancos centrales intervienen para ajustar las condiciones monetarias nacionales. Una diferencia importante es que los marcos actuales de política monetaria normalmente permiten una continuada tendencia al alza en el nivel de los precios, mientras que las reservas de oro fijaban a grosso modo el nivel de precios a largo plazo.

La experiencia histórica también proporciona enseñanzas más concretas sobre la probabilidad de llegar a la deflación y de alcanzar el LIC, al tiempo que ayuda a dilucidar si actualmente los problemas económicos asociados a la deflación podrían ser más o menos graves que en el pasado.

En primer lugar, a pesar de la mayor sofisticación del análisis económico y de la mejor capacidad de previsión, la experiencia reciente sugiere que no se debe subestimar el riesgo de no prever el inicio de los periodos de deflación. La deflación en Asia, por ejemplo, resultó en gran medida inesperada, ya que un crecimiento más débil de lo previsto echó por tierra las expectativas de subidas positivas de los precios (véase el Cuadro IV.2).

En segundo lugar, a la vista de la experiencia histórica, sería cuestionable concluir que no es probable que la restricción que impone el LIC se convierta en una consideración relevante (véase el Gráfico IV.8). La política monetaria es mucho más dinámica ahora que en el pasado. Por un lado, esto reduce la probabilidad de que se produzca un fenómeno de deflación, puesto que las autoridades monetarias están en mejor situación de adoptar medidas preventivas ante el desarrollo de los acontecimientos económicos. Por otro lado, hay mayores probabilidades de que los bancos centrales acerquen los tipos de interés oficiales a cero durante los periodos de actividad económica lenta, en el caso de que la inflación amenace con descender por debajo de la tasa deseada. Por ejemplo, el Banco de Japón ya ha llevado de hecho los tipos de interés a corto plazo al LIC y, más recientemente, el Banco Nacional Suizo ha rebajado su tipo de interés oficial casi a cero.

La deflación inesperada aún es una preocupación relevante

El LIC puede ser más importante en la actualidad

Episodios de deflación en 2002					
	Inflación			Crecimiento del producto	
	Observada ¹	Previsión ^{1,2}	Error de previsión ^{2,3}	Observado ¹	Error de previsión ^{2,3}
Economías en situación de deflación ⁴	-0,8	1,6	-2,3	4,8	-0,8
China	-0,7	2,5	-3,2	8,0	-0,1
Hong Kong RAE	-3,0	2,5	-5,5	2,3	-2,5
Japón	-0,9	0,0	-0,9	0,3	-1,6 ⁵
Singapur	-0,4	2,0	-2,4	2,2	-4,3
Taiwan, China	-0,1	1,8	-1,9	4,0	-1,7

¹ Variación porcentual anual media. ² Previsiones consensuadas de enero de 2001. ³ En puntos porcentuales. ⁴ Ponderada por el PIB de 2000 a tipos de cambio PPA. ⁵ Una parte del error de previsión probablemente se debe a los cambios en la metodología de la Contabilidad Nacional.

Fuentes: © Consensus Economics; datos nacionales; cálculos del BPI.

Cuadro IV.2

En tercer lugar, ahora parece que las expectativas son más sensibles a los acontecimientos económicos, lo cual se refleja en los datos históricos en forma de una mayor correlación a lo largo del tiempo entre la inflación y los tipos de interés nominales. Como esto depende de la mayor disponibilidad de información, existen más riesgos de que, al comienzo del periodo de deflación, las expectativas de que se produzcan caídas adicionales de precios queden fijadas más fácilmente. Esto obliga a elaborar políticas monetarias creíbles que busquen una inflación reducida y estable, de forma que las expectativas resulten menos sensibles a los vaivenes no deseados de los precios a corto plazo. El patrón oro, especialmente en su apogeo entre 1880 y 1913, desempeñó el papel de ancla estable de la política monetaria. En la actualidad, resulta pues esencial determinar si la credibilidad de los sistemas formales o informales de fijación de objetivos de inflación tendrá un efecto igualmente estabilizador.

Las expectativas desempeñan un papel clave

En cuarto lugar, la rigidez a la baja de los salarios nominales es más común ahora que en el pasado, ya que las prácticas del mercado laboral han cambiado considerablemente a lo largo de los siglos. Estos cambios incluyen mayores tasas de afiliación sindical, prestaciones por desempleo más generosas y mayor protección de los derechos de los trabajadores. Sin duda, estos factores tenderían a aumentar la rigidez de los salarios nominales. Además, es más probable que los trabajadores se opongan a las reducciones de sus salarios nominales tras la experiencia de elevada inflación que se vivió en los años 70 y 80. Unas expectativas más sensibles a los acontecimientos combinadas con unos salarios nominales menos flexibles señalan que las deflaciones asociadas a una demanda deficiente pueden ser en ciertos aspectos más perjudiciales ahora que hace un siglo. Por ejemplo, la reciente experiencia de Hong Kong ha ilustrado que, en un ambiente de persistente deflación y creciente desempleo, los salarios nominales parecen haber sido menos flexibles de lo que hubiera podido esperarse en otras circunstancias.

La deflación puede ser más perjudicial ahora debido a la mayor rigidez de los salarios nominales

Por último, es evidente que los sistemas financieros han experimentado cambios de gran envergadura desde finales del siglo XIX. Estos cambios pueden haber aumentado su capacidad de reacción ante las presiones deflacionarias. Por ejemplo, los mecanismos de gestión del riesgo son ahora mucho más sofisticados y se han introducido mejoras significativas en los sistemas de supervisión (véase el Capítulo VII). Por otra parte, los coeficientes de endeudamiento actuales, que son más elevados que los del pasado lejano, pueden haber elevado la exposición a la deflación de la deuda.

Los sistemas financieros pueden tener una mayor capacidad de reacción ahora

Hacer frente a la deflación

La deflación presenta desafíos concretos para la política monetaria, principalmente por la presencia del LIC. Cuando se llega al LIC, los bancos centrales tienen que recurrir a instrumentos alternativos para estimular la demanda. Esto da lugar a tres preguntas. En primer lugar, ¿cuáles son las tácticas de política monetaria más eficaces ante el riesgo de deflación? En segundo lugar, ¿cómo deben responder los bancos centrales una vez que ha comenzado la deflación? En tercer lugar, y en términos más generales,

¿justifican los problemas recientes de deflación, y concretamente la experiencia japonesa, la necesidad de modificar los objetivos o estrategias actuales de política monetaria? En este apartado se abordan estas preguntas, una por una.

Tácticas para evitar la deflación

El LIC exige una relajación agresiva

Dado que el LIC impone una asimetría en los movimientos de los tipos de interés, se ha sugerido que también la política monetaria debería aplicarse de forma asimétrica a medida que la inflación se acerca al nivel cero. Es decir, los tipos de interés se recortarían en mayor medida y más rápido de lo que sería normal cuando tuviese lugar una desaceleración en la actividad económica con una tasa de inflación ya de por sí reducida. Esta medida intentaría, en primer lugar, limitar el riesgo de que se desencadene un fenómeno de deflación. Además, los tipos de interés oficiales se podrían mantener muy bajos hasta que hubiera muestras claras de que la demanda se recupera y que la inflación ha empezado a repuntar. Hasta cierto punto, esto explicaría la actuación de la Reserva Federal al reducir rápidamente el tipo de interés objetivo de los fondos federales en 2001 y mantenerlo reducido en 2003. Otros países también adoptaron y mantuvieron políticas muy expansivas durante este periodo.

Al mismo tiempo, uno de los riesgos de las reducciones bruscas de los tipos de interés oficiales es que, bajo determinadas circunstancias, podrían minar la confianza. Así ocurriría si el público considerara que estos movimientos indican perspectivas desfavorables para el panorama económico o si se inquietara ante la posibilidad de que el banco central se quedara sin munición. Tanto en un caso como en otro, la opinión de las autoridades económicas afectaría considerablemente las expectativas del público respecto a la finalidad de sus políticas y a su evaluación de la situación económica. La comunicación de tales opiniones podría tener una repercusión económica más allá de las consecuencias directas de los cambios en los tipos de interés.

Podría surgir una segunda complicación dependiendo de las circunstancias en las que evolucionen las fuerzas deflacionarias. En concreto, la experiencia histórica señala que, dado un nivel inicial bajo de inflación, la expansión de los desequilibrios financieros puede ser una fuente insidiosa de presiones deflacionarias. Tales desequilibrios, sin embargo, podrían concentrarse principalmente en determinados sectores o clases de activos y podrían responder con distintas velocidades y grados de sensibilidad a las medidas de política monetaria. De ser así, la bajada de los tipos de interés oficiales para contrarrestar las dificultades de un sector podría incrementar los desequilibrios en otro. Con el tiempo, esto podría presentar una sutil disyuntiva al banco central a la hora de fijar el tipo de interés oficial.

Tácticas para combatir la deflación

Para acabar con la deflación puede necesitarse una serie de medidas de política monetaria distintas a las empleadas cuando simplemente se pretende evitar que se produzca. Mientras no se haya alcanzado el LIC, el

banco central puede recurrir a medidas convencionales para influir sobre la demanda a través de los canales de transmisión habituales. Sin embargo, si el LIC se convierte en una restricción vinculante, es preciso adoptar medidas alternativas. En este caso, entre ellas figuran la inyección masiva de liquidez, el intento de influir más directamente en el precio relativo de determinados activos, la modificación de las expectativas de inflación por otros medios, la eliminación de los obstáculos en el mecanismo de transmisión monetaria y la potenciación de las respuestas de la política monetaria a través de otras medidas macroeconómicas.

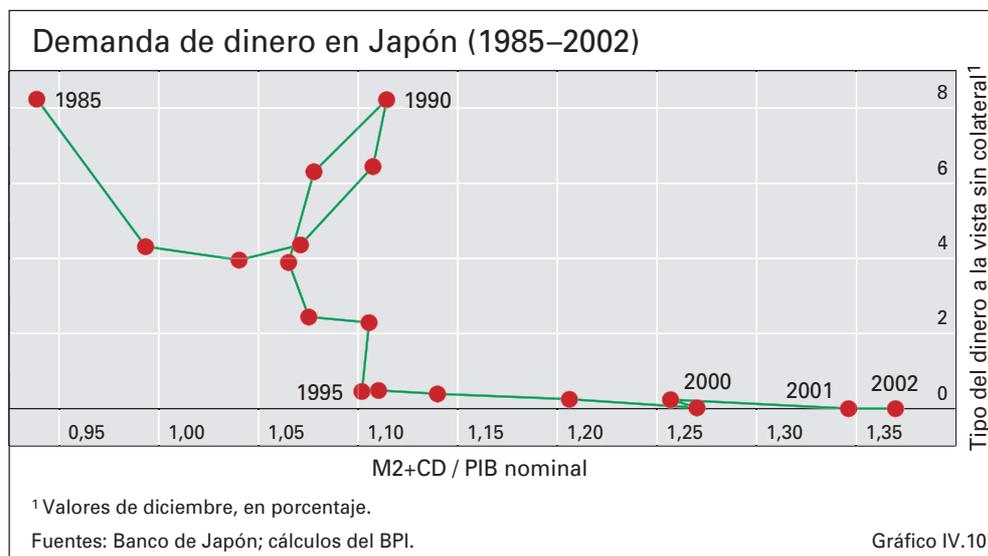
Acabar con la deflación puede exigir medidas poco convencionales ...

La inyección de liquidez es una respuesta monetarista tradicional. Una vez que se ha alcanzado el LIC, supone añadir reservas al sistema bancario muy por encima de las cantidades normales, como ha ocurrido con las medidas de suavización cuantitativa adoptadas por el Banco de Japón. Sin embargo, la disposición de los bancos y del público a mantener saldos líquidos ociosos puede contrarrestar los efectos expansivos del incremento de liquidez, como parece que ha sucedido en Japón recientemente (véase el Gráfico IV.10). La eficacia de esta táctica también puede verse comprometida por la composición de los instrumentos de deuda que el banco central decida adquirir para incrementar la liquidez. Si la deuda muy líquida fuera un buen sustituto del dinero, lo cual puede ser muy cierto si se ha alcanzado el LIC, la adquisición de este tipo de deuda por parte del banco central simplemente supondría cambiar una forma de dinero por otra, con pocas consecuencias finales sobre la provisión neta de liquidez.

... como inyecciones masivas de liquidez ...

Una segunda respuesta consiste en que el banco central trate de influir directamente en los precios de los activos. Incluso si el tipo de interés oficial a corto plazo es cero, la adquisición de activos concretos (como bonos a largo plazo libres de riesgo, bonos de empresas, renta variable y bienes raíces) puede tener consecuencias directas en su precio relativo para la demanda. Además de los efectos riqueza, unos mayores precios de los activos incrementan el valor del colateral, lo cual contribuye a contrarrestar las restricciones sobre los préstamos. Incluso en última instancia, puede resultar

... modificar los precios relativos de los activos ...



conveniente tratar de fijar ciertos precios, como el tipo de cambio. De hecho, muchos países escaparon a la deflación en el periodo de entreguerras mediante la devaluación de sus monedas, lo cual contribuyó a aliviar los desajustes económicos asociados a las deflaciones causadas por la vuelta al patrón oro con las paridades previas a la Primera Guerra Mundial. Naturalmente, un cambio en el valor de la moneda afecta a otros países, por lo que la viabilidad de esta medida depende también de la situación económica externa.

La compra de activos de riesgo, ya sea con el fin de inyectar liquidez por medios poco convencionales o en un intento por elevar los precios, suscita problemas de política económica para las instituciones públicas. Para que estas compras resulten eficaces, probablemente tendrían que realizarse a gran escala. Esto supone que las instituciones públicas podrían acabar poseyendo una parte importante de los recursos productivos de la economía, lo cual podría comportar consecuencias indeseables para la supervisión empresarial y, en última instancia, para la eficacia económica. Además, también habría que determinar si el banco central debe realizar o no este tipo de transacciones. En concreto, la independencia del banco central podría quedar en entredicho si estas compras produjeran grandes pérdidas en su balance, que requirieran la recapitalización por parte del gobierno.

Los bancos centrales también pueden tratar de modificar las expectativas sobre los precios con el fin de aligerar las presiones deflacionarias. Lo pueden conseguir de dos maneras: manifestando claramente que se va a aportar abundante liquidez, o bien, reiterando sus objetivos de inflación positiva e introduciendo un objetivo explícito de inflación, si es que aún no lo han hecho. Por ejemplo, se ha sugerido que el Banco de Japón adopte formalmente un sistema de objetivos de inflación. Sin embargo, es poco probable que esta medida por sí sola consiga detener la deflación. Una ventaja esencial que ofrece un objetivo de inflación estriba en la forma en que esta medida afecta a las expectativas del público, aunque si no concurren otras medidas enérgicas para respaldar esta clase de cambio, es poco probable que dicha política resulte creíble.

Por todas las razones expuestas, podría resultar necesario recurrir a otras políticas de apoyo externas al banco central para luchar contra la deflación, como por ejemplo, la supresión de los obstáculos al mecanismo de transmisión monetaria. El sobreendeudamiento en los balances de las empresas, las bruscas interrupciones en la concesión de créditos, unas percepciones de riesgos elevadas y la mayor aversión al riesgo han contribuido, en mayor o menor medida, a la aparición de deflaciones graves en el pasado. Combatir esos factores es un paso importante para reactivar la economía. Un ejemplo del pasado es la reversión de la crisis crediticia en Estados Unidos durante la Gran Depresión, que se consiguió fundamentalmente con la estabilización del sector bancario. También supuso un alivio considerable para los balances de las empresas la suspensión de las cláusulas legales que referenciaban los contratos de los bonos al oro. Más recientemente, la recuperación relativamente rápida de Corea después de la crisis asiática de 1997 demuestra hasta qué punto la limpieza de los activos

... alterar las expectativas de inflación ...

... y otras políticas macroeconómicas

de cobro dudoso puede resultar eficaz. Igualmente, la mala situación por la que atraviesan los balances de los bancos y las empresas en Japón advierte sobre la posibilidad de que el crecimiento débil y la deflación se puedan prolongar si no se resuelven estos problemas. Las políticas fiscales anticíclicas también pueden resultar eficaces para devolver el vigor a la actividad económica y contrarrestar las fuerzas deflacionarias (véase el Capítulo II). Entre ellas cabe citar las políticas expansivas basadas en el gasto público y los impuestos.

Es probable que la acción coordinada de varios organismos públicos resulte más creíble y capte más fácilmente la atención del público. Esto podría permitir a las autoridades monetarias aumentar el impacto de sus recursos mediante una secuencia óptima de las respuestas monetarias, fiscales y reguladoras. Los beneficios potenciales de esta estrategia podrían ser una mezcla más potente de estímulos y la posibilidad de guardar en la recámara otras medidas de política monetaria menos atractivas.

Posibles retoques al marco de la política monetaria

El análisis anterior sugiere que los costes económicos asociados a la deflación pueden ser considerables y que, en determinadas circunstancias, la eficacia de los mecanismos de política monetaria puede quedar mermada. La posibilidad de introducir retoques en el diseño actual de las políticas monetarias depende de las características específicas de cada régimen y de las estructuras económicas bajo las que opera. Además, la valoración de las disyuntivas relevantes para la política monetaria también dependerá de otros factores más generales, entre ellos los objetivos de cada banco central. En cualquier caso, se pueden estudiar varias posibilidades.

Una de ellas consistiría en institucionalizar una política de expansión un poco más amplia y más rápida de lo normal cuando aumente el riesgo de deflación. Por ejemplo, los bancos centrales con un objetivo de inflación podrían introducir bandas de objetivos asimétricas: el límite inferior de la banda estaría más cerca de la tasa de inflación objetivo (que podría seguir siendo la misma) que el límite superior. Así, una caída de la inflación por debajo del objetivo daría lugar a una respuesta más contundente que la que se desencadenaría tras una subida similar por encima del objetivo, para contrarrestar el riesgo de que el límite inferior se alcanzara más rápidamente.

Bandas de objetivos de inflación asimétricas

Una segunda posibilidad sería subir la tasa de inflación objetivo. Naturalmente, los bancos centrales tendrían que volver a sopesar los costes derivados de tasas de inflación medias algo más altas y aquellos asociados con una mayor incidencia de la deflación dado un objetivo más bajo. Los primeros serían además permanentes, mientras los segundos sólo se presentarían de cuando en cuando.

Objetivos de inflación

Un cambio de mayor envergadura en los sistemas actuales de política monetaria sería la adopción de un objetivo de nivel de precios, quizás con una tendencia al alza. Con este sistema, si el nivel de los precios desciende por debajo de su nivel objetivo, las autoridades monetarias introducirían medidas de flexibilización, al igual que ocurre con el objetivo de inflación. La ventaja principal de esta alternativa es que, a medida que aumenta la distancia entre el nivel de precios real y el objetivo, cabría esperar la introducción de medidas

Objetivos flexibles de nivel de precios

más agresivas. En comparación con el sistema de objetivos de inflación, el banco central podría estar dispuesto a aceptar tasas de inflación más elevadas de manera temporal, hasta que los precios volvieran a alcanzar el nivel objetivo. En esta situación, habría más probabilidades de que las expectativas de deflación se convirtieran en expectativas de inflación, al menos a corto plazo. Un sistema de estas características incorporaría un anclaje del nivel de precios, que sería similar en ciertos aspectos a algunas características del patrón oro. Aunque parece que la fijación de un objetivo de nivel de precios es un cambio radical respecto a las prácticas actuales, se puede entender como si simplemente se estuviera fijando el objetivo de una tasa de inflación media a largo plazo que tuviera en cuenta las desviaciones anteriores de la inflación respecto del objetivo. Por el contrario, las prácticas actuales por lo general no tienen en cuenta estas desviaciones previas. Sin embargo, las diferencias entre este sistema y los procedimientos existentes pueden dificultar la comunicación con el público.

Mayor énfasis
en la estabilidad
financiera

Otra posibilidad podría ser modificar los sistemas actuales, haciendo mayor hincapié en la estabilidad financiera. Los datos históricos, tanto los recientes como los del pasado más lejano, indican que las deflaciones profundas normalmente van acompañadas de tensiones financieras serias. Si se prestara atención a los desequilibrios financieros a medida que van aumentando durante los buenos tiempos, se podría reducir la probabilidad y la gravedad de sus consecuencias perjudiciales. A su vez, esto ayudaría a limitar el riesgo de que se produzcan crisis financieras y deflación. En la práctica, tal cambio no requiere una redefinición de los objetivos de la política monetaria, sino más bien algunos ajustes en cuanto a la forma de conseguir dichos objetivos. En primer lugar, los bancos centrales podrían adoptar horizontes de política monetaria a más largo plazo (superiores a lo habitual, que es de un año o dos), reconociendo que los procesos que intervienen tienden a prolongarse. En segundo lugar, al evaluar el equilibrio de riesgos podría hacerse mayor énfasis en evitar los resultados más indeseables, como las situaciones prolongadas de deflación.

Límites de la
política monetaria

Por último, conviene reconocer que la eficacia de la política monetaria tiene sus límites. En concreto, la experiencia japonesa ha puesto de manifiesto algunas interacciones potencialmente importantes entre la política monetaria, fiscal y supervisora. A la vista de estas posibilidades, los bancos centrales, junto con las autoridades fiscales y supervisoras, tal vez deseen investigar sistemáticamente el conjunto de opciones de política económica disponibles para hacer frente a las fuerzas deflacionarias mucho antes de que aparezcan realmente. En la medida en que exista coordinación entre las políticas de distintas instituciones, se podría poner en duda la independencia del banco central. Sin embargo, podría merecer la pena correr este riesgo si la exploración de tales opciones ayudara a inspirar confianza en la capacidad del banco central y de las autoridades económicas en su conjunto para luchar contra la deflación.

V. Los mercados de divisas

Aspectos más destacados

El debilitamiento del dólar estadounidense fue la característica más destacada de los principales mercados de divisas en 2002 y a principios de 2003. El dólar se depreció sobre todo con respecto al euro y en menor medida frente al yen, pero también fue perdiendo valor frente a un creciente número de monedas. Aparentemente, los diferenciales de los tipos de interés reaparecieron como un factor importante a la hora de determinar la evolución de los tipos de cambio, en un entorno dominado por unas perspectivas de crecimiento decepcionantes y por el continuo descenso de los precios de la renta variable. La ampliación del déficit por cuenta corriente estadounidense y los cambios en la composición de su financiación también pasaron a un primer plano, lo que sugiere la existencia de una creciente prima de riesgo sobre los activos estadounidenses.

Un estudio empírico de las correcciones de la cuenta corriente en un amplio número de países industrializados desde 1973 revela que estos ajustes estuvieron asociados a un crecimiento interno más lento y a depreciaciones de divisa que apenas resultaron reducidas en términos relativos. Por el contrario, el análisis de un episodio concreto que afectó a los Estados Unidos en la segunda mitad de la década de los 80 indica que el descenso del dólar tuvo un papel mucho más equilibrante. No obstante, existen importantes diferencias entre la situación actual de la economía mundial y las condiciones que prevalecían en los años 80. De todo esto podría deducirse que todavía parece probable una corrección significativa de los desequilibrios de la cuenta corriente, pero que no es posible pronosticar con seguridad una pauta similar de ajuste para el dólar.

Varias monedas europeas no integradas en la UEM y el dólar australiano, canadiense y neozelandés se vieron respaldadas por su diferencial de tipos de interés sobre los activos denominados en dólares estadounidenses o en euros. Su apreciación fue también coherente con los resultados, relativamente buenos, de sus respectivas economías. Una notable excepción en lo que respecta a esta relación entre fortaleza de la moneda y ventaja de rendimiento fue el franco suizo, cuya apreciación entre enero de 2002 y marzo de 2003 reflejó fundamentalmente su condición de divisa refugio.

Durante el periodo que abarca el presente Informe, la búsqueda del rendimiento por parte de los inversionistas internacionales también favoreció a varias monedas de mercados emergentes, si bien las perspectivas económicas mundiales y diversos factores internos ejercieron, asimismo, una considerable influencia.

El dólar, el euro y el yen

Durante el periodo examinado, el dólar experimentó una notoria caída frente al euro y, en menor medida, frente al yen. Asimismo, se depreció

significativamente en términos efectivos. La debilidad del dólar podría haberse debido fundamentalmente a una reorientación de los flujos de capital hacia activos de renta fija más seguros y al consiguiente resurgimiento de los tipos de interés como un factor determinante de los movimientos internacionales de capital. Las preocupaciones sobre el creciente déficit por cuenta corriente estadounidense repercutieron también sobre el dólar. A diferencia de episodios anteriores de elevada incertidumbre, aunque de forma similar al periodo cercano a la anterior guerra del Golfo, el dólar no actuó como moneda refugio.

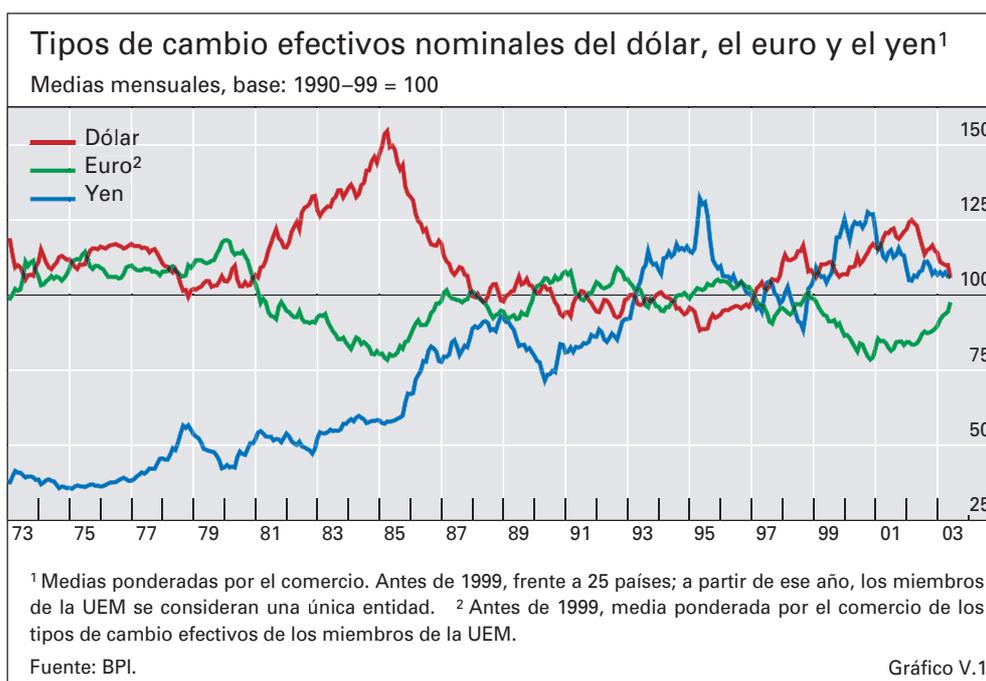
Acontecimientos principales

El dólar cayó de forma generalizada

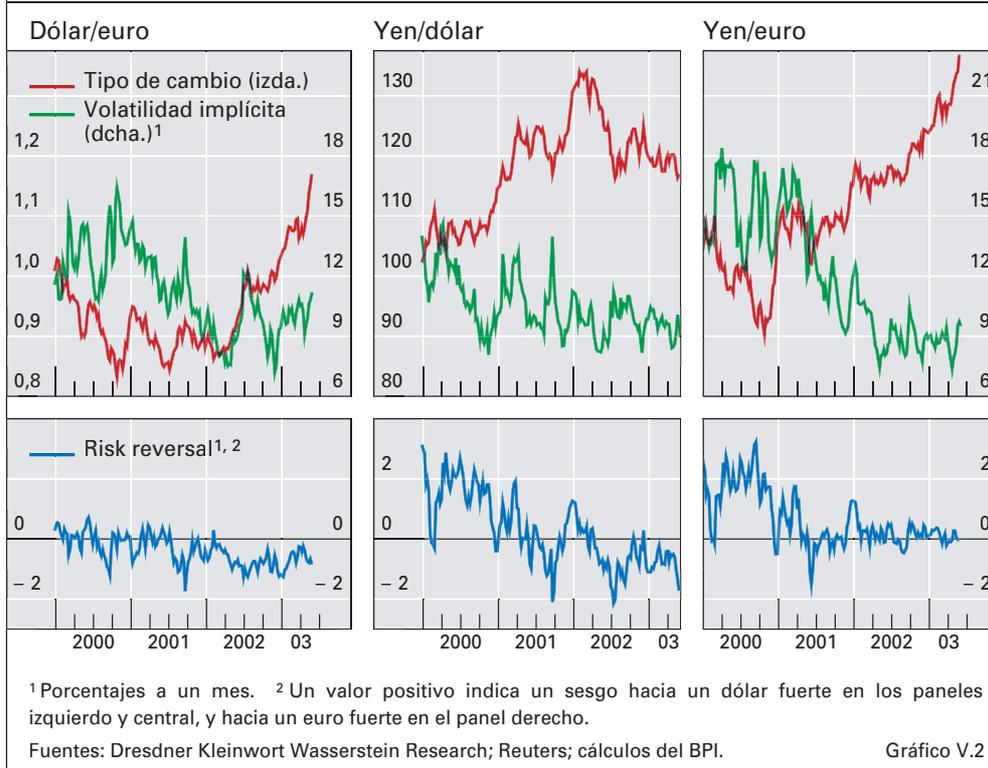
Después de un prolongado periodo de fortaleza generalizada, el dólar alcanzó su máximo a finales de enero de 2002. A partir de abril, empezó a depreciarse frente a muchas divisas, coincidiendo con un deterioro general en la opinión de los mercados financieros estadounidenses (véase el Capítulo VI). En términos efectivos nominales, el dólar perdió aproximadamente un 16% de su valor entre enero de 2002 y mediados de mayo de 2003, fecha en la que alcanzó sus valores mínimos (véase el Gráfico V.1).

El ajuste del dólar fue especialmente significativo frente al euro, que se apreció un 30%, desde la banda de 0,86–0,89 dólares en la que fluctuaba a principios de 2002 hasta alcanzar sus máximos de los últimos cuatro años al situarse por encima de 1,15 dólares a mediados de mayo de 2003 (véase el Gráfico V.2). El euro ganó aproximadamente un 15% en términos efectivos nominales durante el periodo, lo que indicó una clara inversión de su tendencia de depreciación de 1999 y 2000.

El dólar también se debilitó frente al yen, si bien en menor medida, pasando de cotizarse a más de 134 yenes a principios de 2002 a situarse por debajo de 117 yenes en mayo de 2003. El avance del yen provocó la intervención oficial de las autoridades japonesas en varias ocasiones. Por el

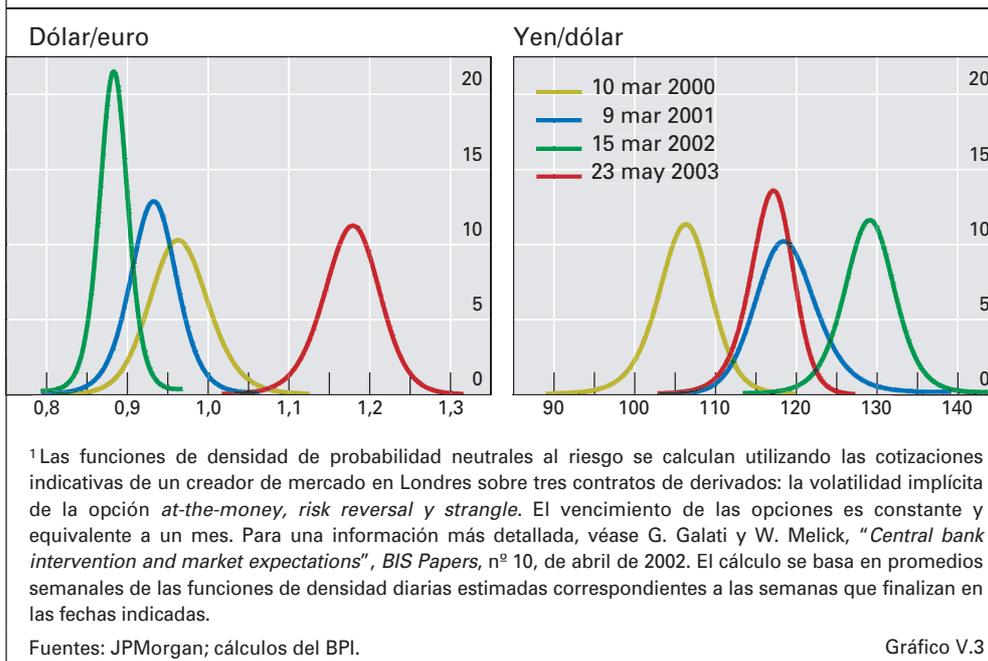


Tipos de cambio, volatilidades implícitas y risk reversals del dólar, el euro y el yen



contrario, el yen siguió perdiendo terreno frente al euro, cayendo desde la banda de 115–119 yenes hasta los 135 yenes a mediados de mayo. En general, el yen no experimentó cambios en términos efectivos nominales

Distribuciones de probabilidad del dólar frente al euro y al yen¹



durante el periodo analizado. Aunque siguió fuerte en términos históricos, acabó un 19% por debajo de su reciente máximo de finales del año 2000.

Significativo cambio de percepción en los mercados

La depreciación del dólar estuvo acompañada de algunos cambios significativos en la percepción del mercado (véase el Gráfico V.3). A partir de principios de 2002, la opinión de los agentes del mercado sobre el equilibrio de riesgos entre un dólar mucho más fuerte y uno mucho más débil, medida por el sesgo de las estimaciones de las funciones de densidad de probabilidad neutrales al riesgo, se desplazó hacia un dólar débil. Los análisis econométricos muestran que, durante los dos últimos años, un deterioro de la opinión acerca del dólar solía ir seguido de una reducción efectiva del tipo de cambio a las cuatro semanas, incluso después de tener en cuenta el efecto de oscilaciones anteriores del tipo de cambio.

Una característica relevante de los principales mercados de divisas durante el periodo analizado es que, a pesar de la marcada fluctuación de las monedas del G-3, su volatilidad a corto plazo fue relativamente baja si la comparamos con la de años anteriores, lo que contrastó con la incertidumbre de otros mercados financieros (véase el Capítulo VI).

Factores determinantes

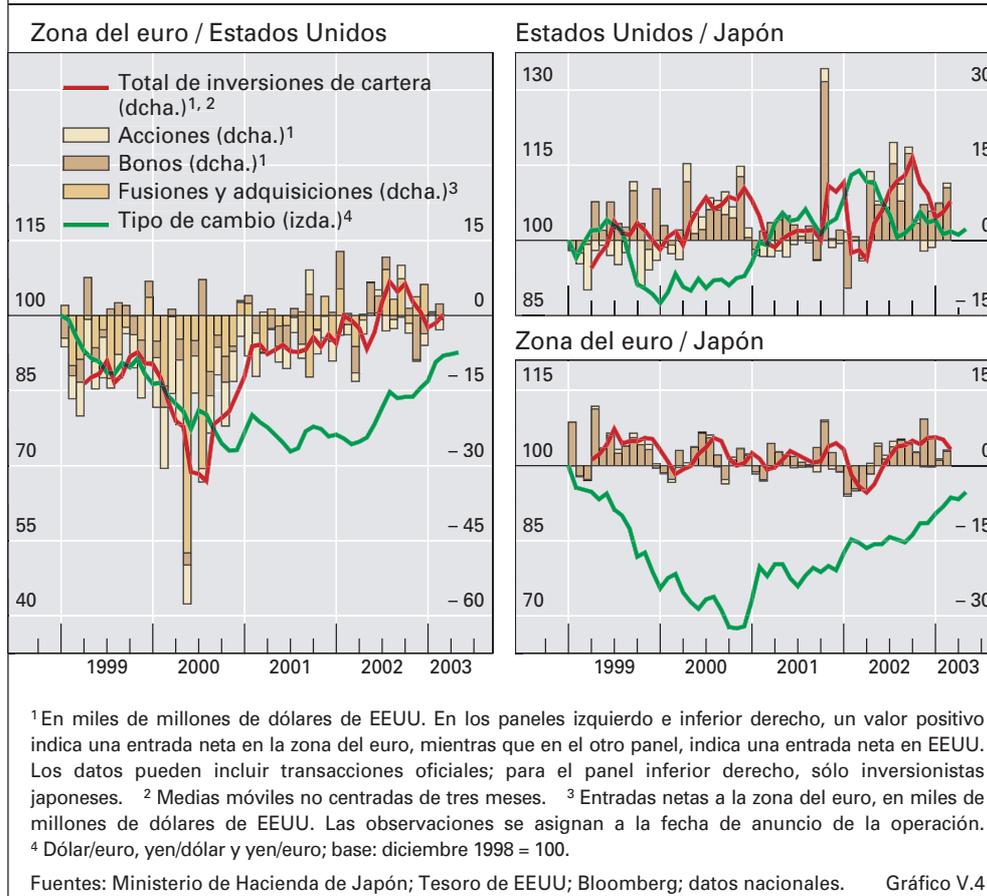
Sustancial cambio de los factores determinantes

El periodo analizado se caracterizó por un significativo cambio con respecto a años anteriores de los factores que determinan las fluctuaciones de los principales tipos de cambio. Para comprender mejor los factores determinantes de la caída del dólar en 2002, sería interesante recordar los factores que contribuyeron a su fortaleza entre mediados de los años 90 y el año 2001.

Elevado crecimiento de la productividad de EEUU, grandes flujos de capital y apreciación del dólar hasta 2001

Durante dicho periodo, la elevada productividad real y prevista en Estados Unidos había estimulado un rápido aumento de la inversión y una excepcional subida de los precios de las acciones estadounidenses. Las perspectivas de mayores rentabilidades en Estados Unidos habían contribuido a atraer grandes flujos de cartera, sobre todo hacia las acciones y los bonos corporativos, así como flujos de inversión extranjera directa (IED). Estas entradas de capital habían favorecido una considerable apreciación del dólar (véase el Gráfico V.4), que a su vez había debilitado la cuenta corriente. Es cierto que, a lo largo de 2001, este auge de la inversión se había ido deteniendo progresivamente, a medida que los beneficios caían en picado y se desaceleraba la actividad económica en Estados Unidos. Los mercados de acciones y de bonos empresariales de riesgo estadounidenses habían empezado a caer, al dejar de centrarse los inversionistas en las acciones para retornar a carteras más seguras, como bonos corporativos de alta calidad, deuda de agencias y deuda pública (véase el Capítulo VI). Los flujos brutos de capital hacia Estados Unidos se habían desacelerado. No obstante, la inversión en cartera privada y la IED netas procedentes de la zona del euro habían permanecido positivas, ya que las perspectivas de crecimiento de Estados Unidos continuaban considerándose mejores que las de la zona del euro. Como consecuencia, el dólar siguió subiendo.

Movimientos de inversión de cartera entre las tres principales economías

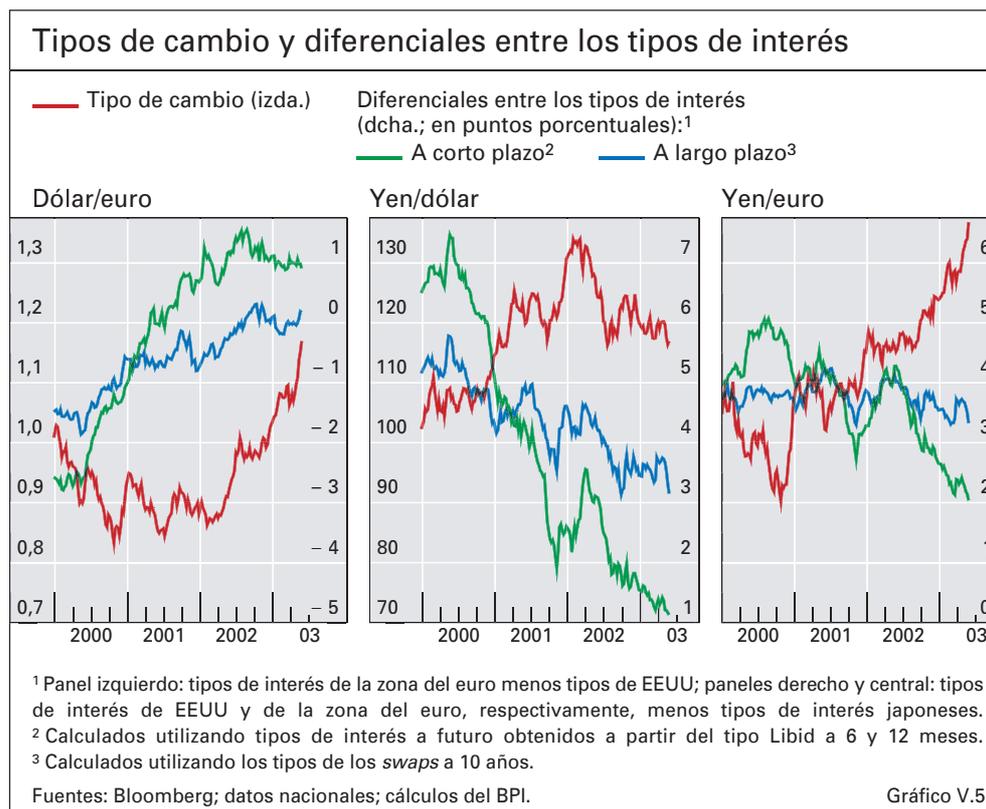


Por el contrario, durante el primer semestre de 2002 se produjo un cambio significativo tanto en la dirección como en la composición de los flujos de capital, al seguir deteriorándose la confianza en los mercados financieros estadounidenses. Este cambio de percepción se produjo fundamentalmente como consecuencia de una recuperación menos fuerte de lo previsto y de la revelación de una serie de irregularidades contables empresariales, que suscitaron dudas entre los inversionistas acerca de la fiabilidad de los estados contables de las empresas y sobre el alcance de su exposición al riesgo. Asimismo, los cambios restrictivos de la política comercial estadounidense fueron interpretados por los mercados como un síntoma de una mayor preocupación oficial acerca del déficit por cuenta corriente de ese país. En términos netos, los flujos de inversión de cartera privados y de IED hacia Estados Unidos procedentes de la zona del euro se tornaron negativos. Además, los inversionistas internacionales se alejaron aún más de la inversión de cartera en renta variable y de la IED para decantarse por activos más seguros.

Dado que la rentabilidad potencial de los valores estadounidenses de mayor riesgo dejó de ser un factor determinante, los diferenciales de crecimiento previstos, que durante mucho tiempo habían sostenido la entrada de capital en Estados Unidos y la fortaleza del dólar, dejaron de ejercer tal

En 2002 el capital optó por activos más seguros, en un entorno de mayor deterioro de la opinión del mercado

Los diferenciales de tipos de interés ganaron importancia

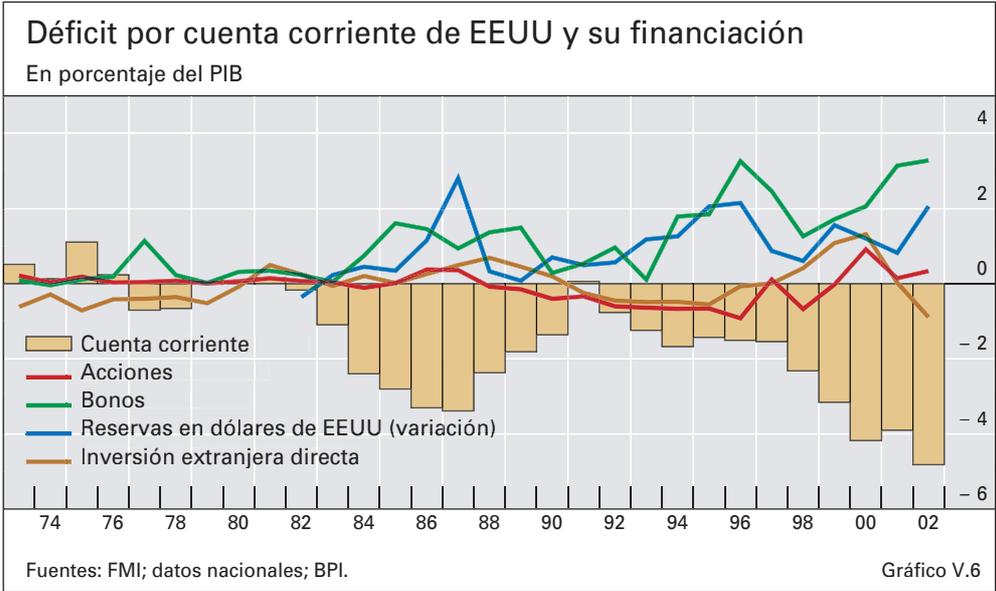


influencia. Por el contrario, parece que los diferenciales de los tipos de interés reaparecieron como uno de los determinantes principales de los movimientos de capital y, por ende, de los tipos de cambio. En un buen número de parejas de divisas, se podía observar una correlación significativamente positiva entre los diferenciales de tipos de interés a corto plazo y la evolución asociada de los tipos de cambio, lo cual constituía una notable diferencia con la situación de años anteriores.

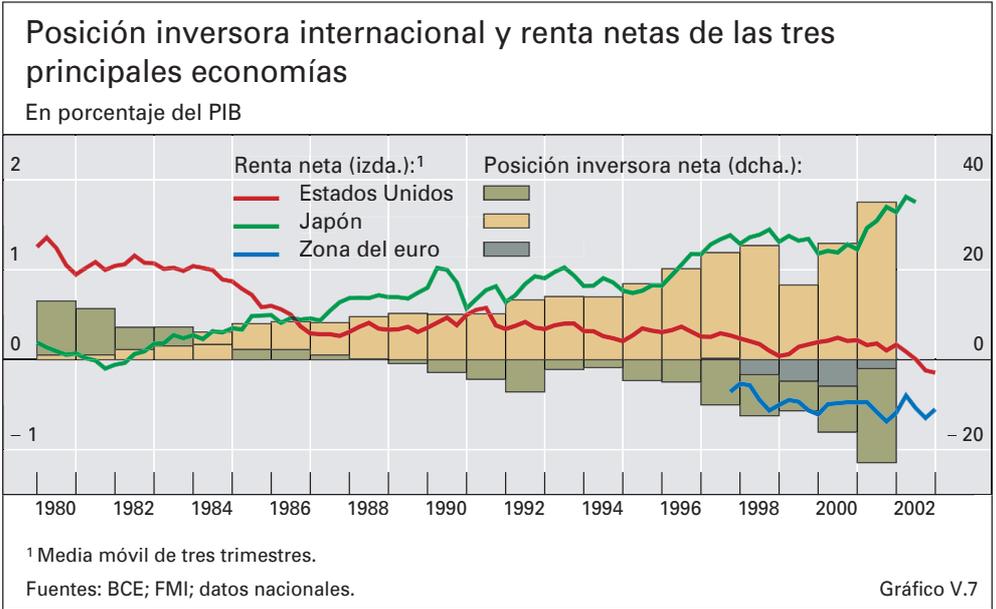
Al registrar la zona del euro los tipos de interés más altos de las tres principales economías, se convirtió en el principal destino de los flujos de capital en busca de rendimientos, lo que reforzó la apreciación del euro (véase el Gráfico V.5). En 2002, la correlación positiva entre el tipo de cambio dólar/euro y el correspondiente diferencial de tipos de interés a corto plazo llegó a su punto más alto desde la introducción de la moneda única. La relativa solidez del yen frente al dólar corresponde también a la reducción de sus diferenciales negativos de tipos de interés con respecto a Estados Unidos.

La reducción de los flujos de capital privado hacia Estados Unidos y el cambio de su composición anteriormente mencionados repercutieron todavía más sobre el dólar ante la persistente ampliación del déficit por cuenta corriente estadounidense. En 2002, el déficit alcanzó el 5% del PIB estadounidense (véase el Gráfico V.6) y los pasivos externos netos superaron por primera vez el 20% del PIB de Estados Unidos (véase el Gráfico V.7). A estos acontecimientos se les concedió mayor importancia por varias razones. En primer lugar, el porcentaje del déficit estadounidense financiado por la IED experimentó una marcada caída, mientras que el porcentaje de las reservas oficiales en dólares, que en su mayoría se concentra en países asiáticos,

El déficit por cuenta corriente estadounidense volvió a ser el centro de atención



aumentó considerablemente (véase el Cuadro V.1). Esto demostraba la creciente reticencia del sector privado a financiar el déficit, lo que hacía al dólar más vulnerable a los cambios de percepción. En segundo lugar, parecía probable que en el futuro el déficit creciera aún más, dado que a principios de 2003 Estados Unidos seguía creciendo con mayor rapidez que la mayor parte de sus socios comerciales. En tercer lugar, el cambio de la composición del gasto estadounidense no fue interpretado positivamente por los agentes del mercado. Mientras que el gasto de los hogares permaneció elevado, la inversión se redujo. Así, en la medida en que cayó la demanda interna total estadounidense, un creciente déficit fiscal ocupó su lugar. A su vez, esto generó preocupación por la posibilidad de que se produjera un problema de “déficit gemelos” (véase el Capítulo II), trayendo a la memoria recuerdos de los años 80.



Quedó de manifiesto que se estaba prestando una mayor atención al déficit por cuenta corriente debido al momento en que se produjo el cambio de opinión de los inversionistas en contra del dólar a principios de 2002, que coincidió con la introducción de nuevas barreras a las importaciones de acero y de productos agrícolas por parte de la Administración estadounidense. Los agentes del mercado interpretaron ese hecho como un indicio de que existían preocupaciones en la Administración acerca de dificultades en los sectores productores de bienes comerciables estadounidenses. La cuestión de la sostenibilidad del déficit de la cuenta corriente estadounidense se retomará en

Variaciones anuales de las reservas de divisas oficiales							
En miles de millones de dólares de EEUU							
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	<i>Pro memoria: cantidades a final de 2002</i>
	A tipos de cambio vigentes						
Total	49,8	27,0	138,6	154,7	111,7	351,4	2.392,3
Países industrializados	-18,6	-32,8	52,1	54,7	2,9	108,1	887,8
Estados Unidos	-7,5	5,2	-3,8	-0,9	-2,3	4,8	33,8
Zona del euro	10,6	-32,9	-39,2	-9,4	-10,8	8,0	215,8
Japón	0,5	-4,7	74,5	69,5	40,5	63,7	451,5
Asia	22,6	62,8	79,0	52,5	76,0	173,3	943,8
China	34,9	5,1	9,7	10,9	46,6	74,2	286,4
Corea	-13,5	32,3	21,7	22,2	6,6	18,3	120,8
Filipinas	-2,8	2,0	4,0	-0,2	0,4	-0,3	13,0
Hong Kong RAE	29,0	-3,2	6,6	11,3	3,6	0,7	111,9
India	4,6	2,6	5,0	5,3	8,0	21,7	67,0
Indonesia	-1,7	6,3	3,8	2,0	-1,2	3,2	30,3
Malasia	-6,1	4,7	4,9	-1,0	1,0	3,7	33,3
Singapur	-5,6	3,5	1,9	3,4	-4,8	6,5	81,4
Tailandia	-11,5	2,7	5,4	-1,9	0,4	5,7	38,0
Taiwan, China	-4,5	6,8	15,9	0,5	15,5	39,4	161,7
América Latina ¹	11,4	-9,8	-8,8	2,1	-0,3	4,2	140,1
Argentina	4,4	2,3	1,6	-1,7	-9,9	-4,1	10,4
Brasil	-7,5	-8,2	-7,8	-2,3	3,2	1,7	37,4
Chile	2,3	-2,0	-1,1	0,5	-0,6	0,8	14,8
México	9,0	3,3	-0,5	4,2	9,2	5,5	49,9
Europa central y oriental ²	5,5	6,6	1,7	19,1	12,7	36,4	146,1
Otros países	29,0	0,0	14,7	26,2	20,5	29,4	274,5
	A tipos de cambio constantes ³						
Total	109,4	24,6	178,7	190,7	141,0	268,4	2.395,2
Reservas en dólares	74,0	49,0	145,8	115,5	82,9	219,8	1.751,4
Reservas en otras monedas	35,4	-24,4	32,9	75,2	58,1	48,6	643,8

¹ Países mencionados, además de Colombia, Perú y Venezuela. ² Bulgaria, Croacia, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, República Checa, Rumania y Rusia. ³ Cifras parcialmente estimadas; valoraciones a los tipos de cambio de finales de año.

Fuentes: FMI; datos nacionales; estimaciones del BPI.

Cuadro V.1

el último apartado, donde se proponen unas conclusiones basadas en el contexto de un análisis histórico de los ajustes de la cuenta corriente en varios países industrializados.

Evolución de otros mercados de divisas

Las monedas de los países industrializados

La búsqueda de rentabilidades con escaso riesgo por parte de los inversionistas internacionales se reflejó también en la evolución de otras monedas de países industrializados. Las correlaciones de sus tipos de cambio con los correspondientes diferenciales de tipos de interés se tornaron claramente positivas en 2002, aunque con ciertas diferencias. Los favorables tipos de interés de los que disfrutaron esas monedas se vieron respaldados por el rendimiento de sus respectivas economías. La relación entre los diferenciales de los tipos de interés y la evolución de los tipos de cambio también se intensificó debido al regreso de agentes especuladores apalancados a los mercados de divisas. Los grandes fondos de cobertura, en particular, se vieron atraídos hacia estos mercados a consecuencia de los débiles resultados de las bolsas.

Los diferenciales de rendimiento y los resultados económicos también influyeron en ...

Entre las monedas no pertenecientes a la UEM, la evolución de la libra esterlina y la de la corona sueca proporcionaron dos ejemplos de la influencia de los diferenciales de rendimiento. Alentada por unos tipos de interés comparativamente elevados y el fuerte crecimiento económico en el Reino Unido, la libra esterlina subió un 15% frente al dólar, desde 1,43 dólares en enero de 2002 hasta más de 1,65 dólares a principios de febrero de 2003 (véase el Gráfico V.8). Frente al euro, la libra esterlina registró algunas pérdidas, dada su menor ventaja de tipos de interés y el impulso alcista de la moneda única. La libra se debilitó en general después de que inesperadamente el Banco de Inglaterra recortase los tipos de interés en febrero de 2003, lo que redujo su ventaja de rendimiento e hizo que los agentes del mercado volvieran a evaluar las condiciones económicas nacionales. En abril y mayo, la libra esterlina se recuperó hasta alcanzar 1,62 dólares, pero volvió a depreciarse frente al euro. En Suecia, el fuerte crecimiento económico y la contracción monetaria del primer semestre de 2002 llevaron a los tipos de interés a corto plazo a niveles aún más elevados que los de los británicos. En este contexto, la corona se recuperó un 8% en promedio desde sus mínimos de 2001, cuando llegó a estar en alrededor de 10 coronas por euro, y se estabilizó en la banda de 9,0–9,4. Las cambiantes perspectivas de entrada en la UEM también influyeron en la evolución de la corona durante el periodo analizado.

... la evolución de la libra esterlina ...

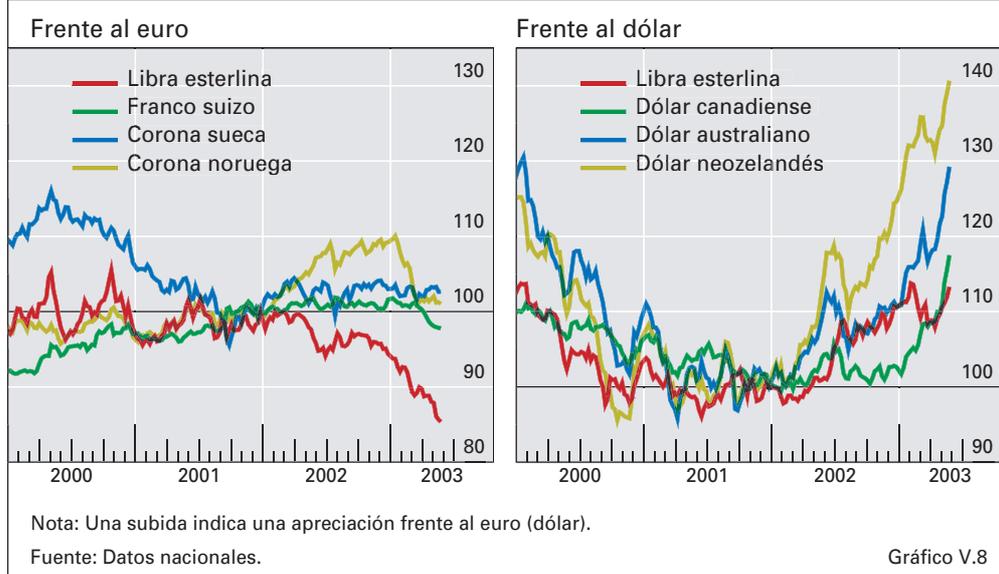
... la corona sueca ...

El sorprendente resurgimiento del dólar australiano, canadiense y neozelandés también ilustra cómo una mayor importancia de los diferenciales del rendimiento nominal estimula la evolución de los tipos de cambio. Con una economía dinámica y una ventaja de los tipos de interés considerable y en aumento con respecto a Estados Unidos, el dólar australiano se apreció más del 25% entre enero de 2002 y mediados de mayo de 2003 y rompió la barrera

... y en el dólar australiano, canadiense y neozelandés

Tipos de cambio de otros países industrializados

Medias semanales, base: final de 2001 = 100



de los 0,65 dólares estadounidenses, un nivel que no se veía desde principios de 2000. El dólar neozelandés, con unos rendimientos aún más altos, registró una recuperación todavía más fuerte durante el mismo periodo, revalorizándose desde un 35% hasta situarse por encima de los 0,57 dólares, un nivel no alcanzado desde principios de 1998. Parece que la recuperación del dólar canadiense empezó más tarde y fue más moderada en términos absolutos, reflejando una ventaja de rendimiento relativamente escasa, aunque también en aumento. Aún así, para marzo de 2003 la moneda había recuperado todas las pérdidas que había sufrido desde finales de 2000. Es posible que el rápido encarecimiento de las materias primas le proporcionara un apoyo adicional. Por primera vez en varios años, la tradicional correlación positiva con los precios de las materias primas volvió a reafirmarse en las tres divisas.

Una variación de este argumento sobre la ventaja del rendimiento fue la utilización de estrategias de *carry trade*, que resultaban atractivas dados los entornos de tipos de interés bajos de las tres principales economías y de Suiza durante el periodo analizado. Un ejemplo especialmente gráfico de la utilización de esas estrategias puede verse en el caso de la corona noruega, cuyos tipos de interés a corto plazo estaban entre los más elevados de los países industrializados e incluso de algunos países de mercados emergentes. En el mercado se comentaba que los fondos de cobertura y otros inversionistas internacionales estaban tomando prestados fondos en euros e invirtiéndolos en valores noruegos a corto plazo. En este contexto, la corona noruega se fortaleció significativamente frente al euro (11%) e incluso más frente al dólar (29%) a lo largo de 2002. Tocó techo en enero de 2003, pero para marzo ya había cedido buena parte de sus ganancias, puesto que las posiciones *carry trade* se deshicieron rápidamente tras la decisión del banco central noruego de recortar los tipos de interés. Se dijo también que las estrategias *carry trade*

El entorno de tipos de interés favorecía la utilización de *carry trades*

habían sido el catalizador de la rápida recuperación de los dólares australianos y neozelandés y, más recientemente, del dólar canadiense.

Hasta marzo de 2003, el franco suizo constituyó una notable excepción a esa asociación entre fortaleza de la moneda y ventaja de tipos de interés. El franco se mantuvo fuerte frente al euro y registró unas considerables ganancias frente al dólar, a pesar de los reducidos rendimientos que se movían a la baja y de la relativa debilidad de su economía. Las fases de apreciación del franco frente al euro a lo largo de 2002 coincidieron con acontecimientos económicos y geopolíticos que provocaron un deterioro de la opinión frente al dólar y los mercados financieros en general. El aumento de la correlación del franco con la evolución del precio del oro en 2002 apuntaba también a la función de refugio de esta moneda. En términos efectivos nominales, el franco se encontraba aproximadamente un 15% por encima de su reciente mínimo de 2000, lo que generaba problemas para la política monetaria en un entorno económico débil (véase el Capítulo IV). Esta situación contrastaba plenamente con la de hace tres años, cuando la debilidad del franco suizo y sus consecuencias inflacionistas constituían la principal preocupación de los órganos rectores económicos. No obstante, se consideraba que la presión al alza sobre el franco quedaba contrarrestada por la orientación de las políticas del Banco Nacional Suizo. El franco perdió un 3% de su valor frente al euro en los dos meses que siguieron al recorte del tipo de interés oficial llevado a cabo por las autoridades monetarias suizas en marzo de 2003.

El franco suizo fue una excepción, impulsado ante todo por flujos de capital en busca de refugio

Las monedas de los mercados emergentes

Las perspectivas económicas internacionales y diversos factores internos ejercieron una considerable influencia sobre las divisas de los mercados emergentes durante el periodo analizado. La búsqueda de rendimiento de los inversionistas extranjeros también influyó en algunos casos.

Los factores internos dominaron en América Latina, donde varias monedas sufrieron caídas significativas en una coyuntura marcada por problemas económicos o políticos (véase el Gráfico V.9). La depreciación del real brasileño se aceleró durante los meses previos a las elecciones presidenciales de octubre de 2002, reflejando las dudas reinantes en ese momento sobre el rumbo futuro de las políticas económicas. En Venezuela, el bolívar, cuya flotación se había decretado a principios de 2002, perdió aún más terreno a lo largo de ese año debido al agravamiento de la crisis política y a una huelga en el sector petrolífero, lo que provocó la posterior introducción de controles de cambio. Tras la devaluación argentina, algunos problemas financieros obligaron a las autoridades uruguayas a permitir la devaluación de su moneda. Aparte de los factores regionales, la incertidumbre sobre las perspectivas económicas estadounidenses y mundiales también tuvo cierta repercusión en esta evolución. El peso mexicano, por ejemplo, cayó desde sus máximos de principios de 2002 hasta llegar a mínimos históricos en marzo de 2003, rodeado de preocupaciones acerca de las consecuencias que pudiera tener una demora de la recuperación estadounidense para la economía y las exportaciones mexicanas. Las dudas sobre las perspectivas mundiales también afectaron al peso chileno.

Significativas depreciaciones de las monedas de América Latina en 2002

En general, las monedas asiáticas se fortalecieron o permanecieron estables

Por el contrario, las monedas asiáticas se fortalecieron o permanecieron estables en términos generales frente al dólar estadounidense, lo que reflejó en parte los resultados económicos relativamente fuertes de la región. La evolución del tipo de cambio yen/dólar también influyó en esta situación. Algunas monedas, sobre todo el renminbi, y en menor medida la rupia, siguieron de cerca las fluctuaciones del dólar estadounidense (véase el Cuadro V.2). La considerable acumulación de reservas oficiales en China y la India parecía congruente con una preferencia por políticas destinadas a evitar grandes apreciaciones. En este contexto, el debilitamiento efectivo del renminbi, paralelo al del dólar estadounidense, suscitó ciertas preocupaciones entre las economías que compiten con las exportaciones chinas. Otras monedas, sobre todo el won, siguieron menos de cerca las fluctuaciones del dólar que en años anteriores. En conjunto, durante el periodo analizado las monedas asiáticas se mostraron hasta cierto punto menos volátiles en términos efectivos nominales. El hecho de que algunas monedas asiáticas



Volatilidad de los tipos de cambio ¹						
	Bilateral ²			Efectivo ³		
	1995-96	1999-2001	ene 2002- may 2003	1995-96	1999-2001	ene 2002- may 2003
China	0,6	0,1	0,2	4,1	3,6	4,1
Corea	3,9	7,2	8,4	5,8	8,1	7,8
Filipinas	3,9	10,4	4,6	6,1	10,6	5,0
Hong Kong RAE	0,3	0,2	0,2	4,7	4,8	5,4
India	7,6	3,4	1,5	9,1	6,1	4,1
Indonesia	2,7	22,6	9,7	6,6	23,0	10,4
Singapur	3,8	4,2	4,4	5,2	5,5	4,6
Tailandia	3,6	7,6	5,0	...	....	...

¹ Desviación estándar de las variaciones porcentuales diarias anualizadas para los periodos indicados.
² Frente al dólar. ³ Ponderada por el comercio.
Fuentes: Datos nacionales; cálculos del BPI. Cuadro V.2

absorbieran un porcentaje menor de la caída del dólar que el yen podría tener consecuencias para la futura dinámica de la cuenta corriente estadounidense (véase más adelante). Aparte de los factores económicos, las preocupaciones sobre la seguridad en la región también influyeron en cierta forma sobre monedas como el won, la rupia y el peso filipino.

Al mismo tiempo, el diferencial de rendimiento y las posiciones *carry trade* tuvieron también eco entre algunas monedas de mercados emergentes. Por ejemplo, el rand sudafricano, que se había depreciado acusadamente en 2001 y a principios de 2002, recuperó todas sus pérdidas en marzo de 2003, gracias a su sustancial ventaja de tipos de interés frente a la mayor parte de las principales monedas, así como a la subida del precio del oro. Tras sus anteriores descensos, el real brasileño también pareció aprovechar la preferencia de los inversionistas por el rendimiento en 2003, una vez que la incertidumbre sobre la política económica de la nueva Administración comenzó a disiparse. La apreciación del real se aceleró notablemente en marzo de 2003.

Algunas monedas de países emergentes europeos también se vieron favorecidas, dados sus tipos de interés relativamente elevados y el optimismo general sobre la adhesión a la UE. Sin embargo, la consiguiente rápida apreciación de las monedas provocó reacciones por parte de las políticas monetarias (véase el Capítulo III). Por ejemplo, las autoridades húngaras intervinieron y recortaron los tipos de interés cuando el forint se fortaleció hasta llegar casi al límite superior de su banda de fluctuación en enero de 2003. La tendencia al alza de la corona checa, que se había prolongado durante varios años, se moderó en el segundo semestre de 2002 en un contexto marcado por una inflación por debajo del objetivo y una serie de recortes de tipos de interés oficiales, que finalmente eliminó el diferencial de tipos de interés frente al euro.

Los elevados rendimientos y las posiciones *carry trade* también influyeron

Dinámica de la cuenta corriente y evolución del tipo de cambio

Durante el periodo analizado, el continuo incremento del déficit por cuenta corriente estadounidense y de su posición deudora internacional neta, junto

con el cambio de la composición de la financiación del déficit, suscitó diversos interrogantes: ¿es sostenible el déficit por cuenta corriente estadounidense? En caso de que no lo sea, ¿cómo podrían realizarse los ajustes necesarios? Y si el tipo de cambio efectivo del dólar debiera bajar, ¿qué monedas resultarían probablemente más afectadas?

Ajustes de los déficit por cuenta corriente en los países industrializados desde 1973

Episodios históricos de corrección de la cuenta corriente

Un breve análisis de la experiencia histórica de los ajustes de la cuenta corriente en los países industrializados puede servir como guía para responder a estas preguntas. A efectos de este análisis, sólo se tuvieron en cuenta los episodios en los que hubo una corrección importante y duradera de la cuenta corriente (véase el Gráfico V.10). Desde 1973, se han producido 28 episodios con tales características.

Umbral para el déficit por cuenta corriente y la PIIN

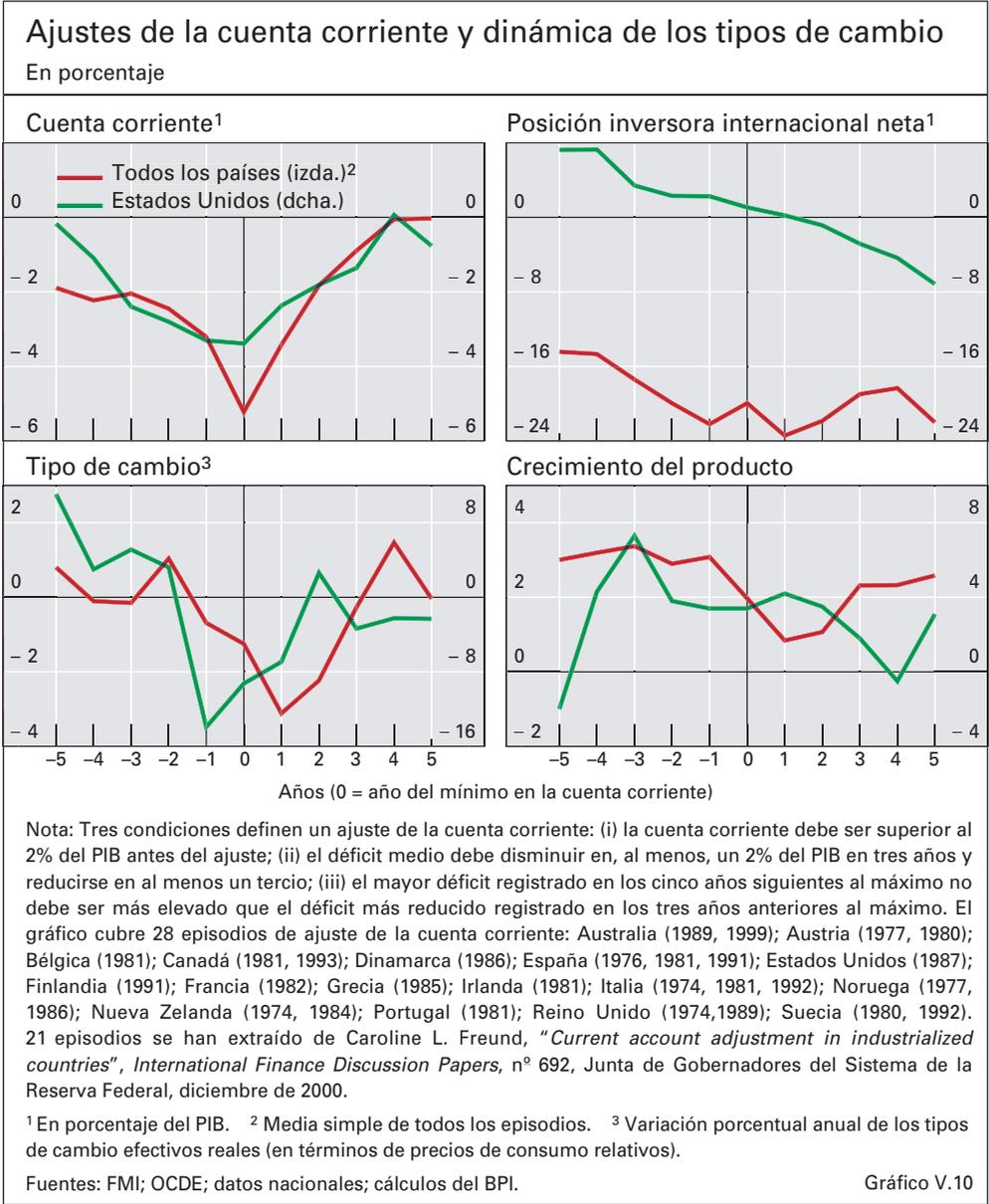
Un análisis de estos episodios revela tres pautas comunes principales. En primer lugar, hay indicios de que existe un umbral para el déficit por cuenta corriente como fracción del producto interior. En promedio, el déficit tendió a cambiar de sentido cuando se aproximaba a niveles cercanos al 4–5% del PIB del país en cuestión. Por el contrario, es difícil encontrar muestras claras de la existencia de un umbral para la relación entre la posición inversora internacional neta (PIIN) y el PIB. En promedio, las correcciones del déficit se produjeron cuando esta relación rondaba el 20%, aunque hubo variaciones importantes entre los episodios.

Proceso de ajuste basado más en la depreciación ...

En segundo lugar, el proceso de ajuste por el que se corrigió el déficit por cuenta corriente se basó normalmente tanto en una depreciación de la moneda nacional como en una desaceleración del crecimiento interno. En promedio, el tipo de cambio efectivo real cayó aproximadamente un 4% durante estos episodios, lo que sugiere que la influencia del tipo de cambio real en el ajuste de la cuenta corriente solió ser escasa. Sin embargo, la magnitud de la corrección del tipo de cambio varió considerablemente de unos episodios a otros y en algunos casos la moneda nacional experimentó una profunda caída. La depreciación empezaba generalmente dos años antes de que el déficit por cuenta corriente alcanzara su techo y continuaba durante otro año más. Esto coincide con un típico efecto de curva J, por el que la balanza comercial empeoraba inicialmente cuando la moneda empezaba a debilitarse, para luego mejorar una vez transcurridos unos tres años.

... que en la desaceleración del crecimiento

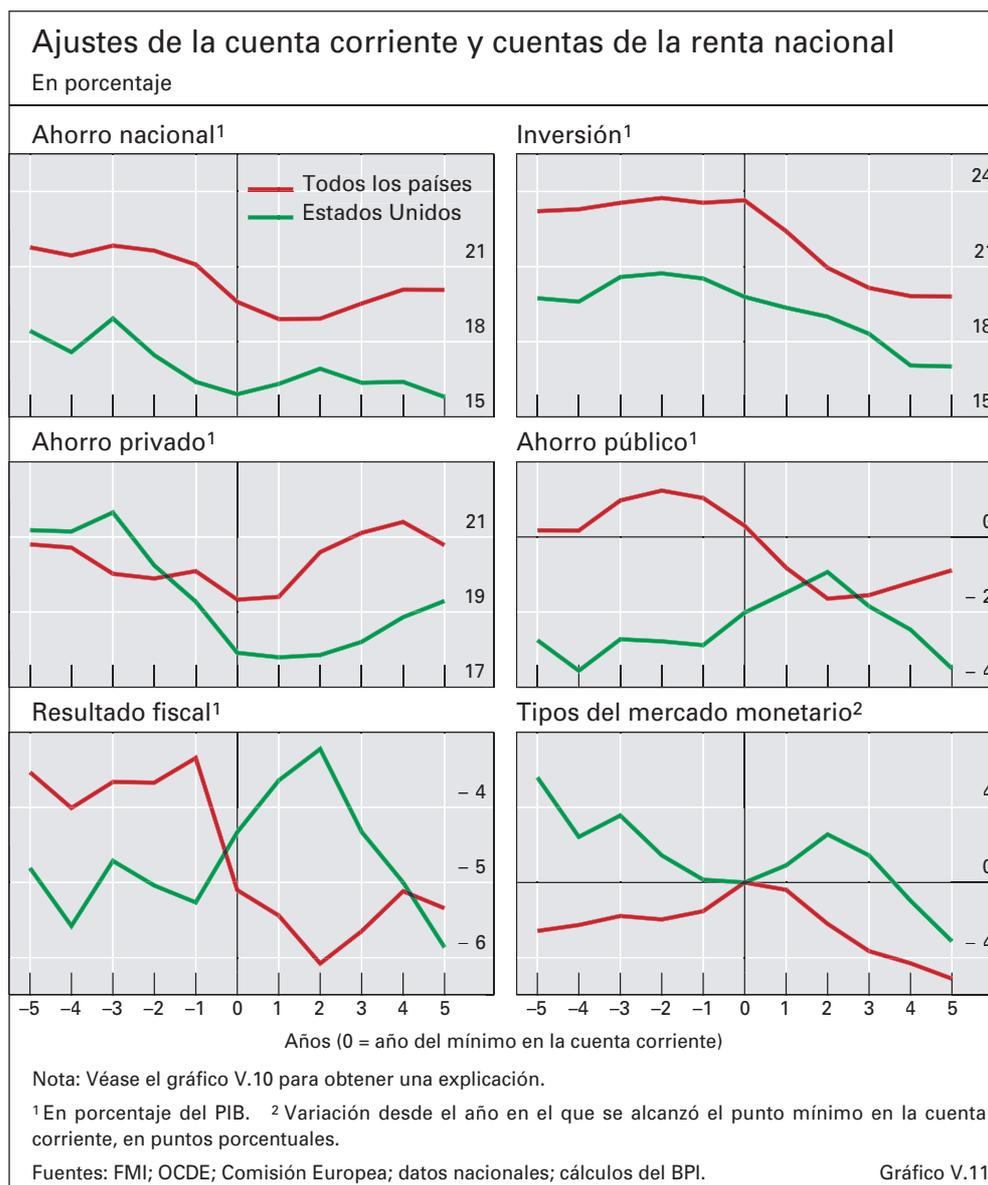
En tercer lugar, las correcciones de la cuenta corriente estuvieron normalmente caracterizadas por una notable desaceleración del crecimiento interno durante los dos años cercanos al máximo del déficit. El crecimiento del PIB cayó en promedio 2 puntos porcentuales. La desaceleración se vio acompañada generalmente por una reducción de la inversión, que empezaba alrededor del momento en el que el déficit por cuenta corriente tocaba techo y se mantenía durante los tres años siguientes. El comportamiento del ahorro interno dependió en su mayor parte del ahorro público, que se redujo como fracción del PIB por regla general (véase el Gráfico V.11). No existe, por lo tanto, prueba alguna de que la mejora de la balanza por cuenta corriente estuviera relacionada con una recuperación de las finanzas públicas. En



general, los tipos de interés a corto plazo parece que siguieron una pauta en forma de montículo, lo que indica que la desaceleración del crecimiento y de la inversión estuvo unida a una restricción monetaria.

El análisis de estos episodios de ajuste de la cuenta corriente en países industrializados es interesante en sí mismo, pero podría no ser suficiente para comprender la posible evolución futura de Estados Unidos. Fundamentalmente, dos cuestiones indican que el caso de Estados Unidos es distinto al de otros países. En primer lugar, es preciso recordar que el dólar es la moneda de reserva internacional por excelencia, por lo que los residentes de países que acumulan activos en divisas asignan una parte significativa de sus carteras a activos en dólares. En segundo lugar, Estados Unidos se ha beneficiado de un constante diferencial de rendimientos entre los activos y los pasivos internacionales. Como consecuencia, hasta hace muy poco seguía recibiendo rentas netas positivas a pesar de su creciente posición deudora internacional (véase el Gráfico V.7). Esto implicaría

Dos diferencias clave entre Estados Unidos y otros países



que el déficit por cuenta corriente podría financiarse de manera más fácil en Estados Unidos que en cualquier otro país y que el proceso de ajuste sería diferente.

Así pues, estas dos consideraciones sugieren que podría ser útil analizar por separado cómo se produjo el déficit por cuenta corriente estadounidense en los años 80 y cómo se corrigió posteriormente. Este análisis se complementará con un análisis sobre las diferencias que existen entre las circunstancias actuales y las de 1987, así como sobre sus posibles efectos en el proceso de ajuste.

El cambio de tendencia del déficit por cuenta corriente de EEUU en 1987

En 1983, Estados Unidos empezó a incrementar su déficit por cuenta corriente, llegando en 1987 al 3,5% del PIB estadounidense. Este déficit se debió fundamentalmente al rápido crecimiento de la demanda interna, impulsado a su vez, entre otras cosas, por un creciente déficit fiscal y por la impactante subida del dólar, que entre 1980 y 1985 se apreció más de un 50%

La experiencia estadounidense en los años 80

en términos efectivos nominales (véase el Gráfico V.1). La destacable fortaleza del dólar se sustentó en la coyuntura de aquel momento y en las previsiones, que favorecían a los Estados Unidos frente a Japón y a Alemania. Esto generó expectativas sobre un endurecimiento de la política monetaria en Estados Unidos y una política monetaria estable o más relajada en los otros dos países. Asimismo, la creciente inversión externa en Estados Unidos también contribuyó a la apreciación del dólar y al aumento de su déficit externo.

El mecanismo que permitió la eliminación del déficit estadounidense entre 1987 y 1991 se asemejó en dos aspectos importantes al de episodios análogos en otros países (véase el Gráfico V.10). Una de estas similitudes es que el déficit estadounidense empezó a reducirse a medida que se aproximaba al umbral habitual de su relación con el PIB. Una segunda coincidencia es que la corrección estadounidense estuvo acompañada tanto por una depreciación de la moneda nacional como por cierta desaceleración del crecimiento.

Sin embargo, también se aprecian algunas diferencias significativas entre el cambio de tendencia de la cuenta corriente estadounidense de 1987 y otros episodios. La principal desigualdad reside en la combinación de factores del mecanismo de ajuste. En el caso de Estados Unidos, el dólar tuvo que soportar el peso de la corrección, depreciándose de manera mucho más marcada que las monedas de la mayor parte de los países que experimentaron ajustes. Entre 1985 y 1987, el dólar sufrió una sustancial caída tanto en términos efectivos nominales (-35%) como en términos efectivos reales (-27%). El ajuste se produjo fundamentalmente frente al yen, que se apreció un 65% frente al dólar, y con respecto al marco alemán, que subió casi un 60%. La notoria subida del yen se produjo en un entorno marcado por un fuerte crecimiento en Japón (véase el Cuadro V.3). La economía alemana creció con menor fuerza, pero aun así superó a la economía estadounidense durante el periodo 1988-90.

Dos similitudes con otros episodios ...

... pero el mecanismo del ajuste fue distinto

Crecimiento real, depreciación del tipo de cambio y balanza comercial de EEUU								
	Tasa de crecimiento			Tipo de cambio ¹			Balanza comercial de EEUU por países ²	
	1985-87 ³	1988-90 ³	2002	1985-87	1988-90	mar 2003 ⁴	1987	2002
China	12,2	6,4	8,0	-38,3	-22,1	-0,0	1,8	23,7
Zona del euro	2,4	3,9	0,8	48,3	11,2	22,3	13,6	18,9
Alemania	2,0	4,4	0,2	58,1	11,3	22,3	10,1	8,2
Japón	4,0	5,7	0,3	64,5	0,1	11,8	37,1	16,1
Asia ⁵	4,8	8,0	4,1	-4,2	2,0	2,6	15,1	11,6
Canadá	3,8	2,6	3,4	-2,4	13,6	8,5	7,4	11,4
Países de la OPEP	...	...	...	...	...	...	8,5	7,9
Arabia Saudita	0,0	6,3	0,7	-5,9	0,0	-0,1	0,7	1,9
Reino Unido	4,0	2,7	1,8	22,7	8,9	10,5	2,1	1,7
Estados Unidos	3,5	3,2	2,4	.	.	.	.	.

¹ Variaciones porcentuales acumuladas; un incremento indica una apreciación frente al dólar. ² En porcentajes. ³ Tasas de crecimiento anual, valores medios para los periodos indicados. ⁴ Marzo de 2003 con respecto a enero de 2002. ⁵ Media simple para Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, la India, Indonesia, Malasia, Singapur y Tailandia.

Fuentes: FMI; OCDE; datos nacionales.

Cuadro V.3

Tres factores determinaron la marcada corrección del dólar

Tres factores contribuyeron a la magnitud de la depreciación del dólar. En primer lugar, la inusual magnitud de la subida del dólar en la primera mitad de los años 80 había provocado una sobrevaloración de la moneda, lo cual proporcionó un amplio margen para una corrección posterior. En segundo lugar, el ajuste del dólar se vio intensificado por una intervención coordinada de bancos centrales a principios de 1985 y por el Acuerdo Plaza de septiembre de 1985, que señalaba lo deseable de una nueva apreciación ordenada de las demás divisas importantes frente al dólar. Las autoridades del G-5 afirmaron también que estaban dispuestas a colaborar más estrechamente para favorecer esa evolución. En tercer lugar, el hundimiento de la bolsa en octubre de 1987 y la consiguiente relajación de la política monetaria estadounidense provocaron un nuevo debilitamiento de la moneda de ese país.

El crecimiento del producto fue menos determinante en el mecanismo de ajuste

Al mismo tiempo, el crecimiento del producto tuvo un papel menos destacado en los inicios de ajuste de Estados Unidos en 1987 que en los demás casos. A pesar de que el crecimiento del PIB estadounidense sufrió una pronunciada caída durante 1985, se mantuvo bastante estable durante los años siguientes. Sin embargo, el crecimiento cayó del 3,5% de 1989 al -0,5% de 1991, a medida que el déficit por cuenta corriente seguía reduciéndose. Esta pauta contrasta con los ajustes producidos durante otros episodios, en los que el cambio de tendencia normalmente coincidió con una caída del producto nacional.

La relación PIIN/PIB también fue distinta

Otra diferencia importante entre el cambio de tendencia de la cuenta corriente estadounidense en 1987 y otros episodios está relacionada con la relación PIIN/PIB, que seguía siendo mucho menor en Estados Unidos que en otros países, pese a lo cual el dólar experimentó una fuerte caída.

La situación actual en Estados Unidos

Tres diferencias entre la situación actual y la de 1987:

Existen varias diferencias entre la situación actual y la corrección de la década de los 80. En términos generales, esas diferencias sugieren que con respecto a la corrección anterior, las consecuencias de la actual corrección de la cuenta corriente para el crecimiento en Estados Unidos podrían ser más significativas, mientras que las consecuencias para el dólar podrían serlo menos. Sin embargo, prácticamente la totalidad de las afirmaciones al respecto se pueden matizar, lo que indica cuán difícil es extraer conclusiones claras.

El papel del ahorro privado ...

Una diferencia fundamental respecto a la situación de principios de la década de los 80 es que ahora, el déficit por cuenta corriente parece deberse más a un insuficiente ahorro del sector privado (y especialmente de los hogares) que del sector público (véase el Capítulo II). Si las desviaciones de esta magnitud se consideran "insostenibles", su corrección podría frenar fácilmente el crecimiento real, mejorando al mismo tiempo la posición de la cuenta corriente. No obstante, el proceso podría ser distinto dependiendo de si el ajuste se iniciara en el lado de los deudores o de los acreedores. En caso de que los hogares estadounidenses optaran por incrementar su tasa de ahorro, el gasto se iría frenando y los tipos de interés tenderían a caer. Por el contrario, si los acreedores iniciaran el ajuste, mostrándose cada vez más reacios a financiar el déficit por cuenta corriente, el dólar caería antes y quizás

más sustancialmente. En cualquier caso, es probable que el descenso del dólar fuera inferior al de los años 80, dada la menor sobrevaloración inicial.

El hecho de que los deudores o los acreedores consideren o no insostenibles estas pautas de ahorro de Estados Unidos dependerá del nivel general de riqueza hoy, que está asociado ante todo a las percepciones del potencial de crecimiento futuro; éste a su vez debería verse impulsado por las expectativas sobre el crecimiento de la productividad. La tasa de crecimiento de la productividad y la tasa de potencial de crecimiento en Estados Unidos parecen mayores en estos momentos que en los años 80, lo que debería contribuir a sostener el crecimiento y el dólar. En lo que respecta al ahorro interno, una riqueza mayor debería hacer que las reducidas tasas de ahorro actuales fueran más sostenibles, respaldando así la demanda interna. Al mismo tiempo, queda aún por determinar si el crecimiento potencial habría aumentado lo suficiente como para ser compatible con una tasa de ahorro del sector privado que siga al escaso nivel actual durante un periodo prolongado. Los inversionistas no residentes han empezado ya a expresar sus preocupaciones sobre las tasas de rentabilidad futuras previstas para los activos en dólares y sobre los riesgos asociados a los mismos.

La sostenibilidad de las pautas de ahorro internas dependerá también de cómo se distribuyan los derechos sobre el crecimiento de las ganancias futuras entre los sectores nacional y exterior. Las obligaciones relacionadas con el servicio de la deuda externa estadounidense se han incrementado de

Déficit por cuenta corriente de EEUU y correlación con el dólar de EEUU		
	Balanza comercial de EEUU por países ¹	Sensibilidad del tipo de cambio ²
China	23,7	0,00
Zona del euro	18,9	.
Japón	16,1	.
Asia	11,6	0,16
Corea	3,0	0,34
Filipinas	0,9	0,09
Hong Kong RAE	-0,8	0,00
India	1,8	0,01
Indonesia	1,6	0,13
Malasia	3,1	0,00
Singapur	-0,3	0,30
Tailandia	2,3	0,30
Canadá	11,4	0,13
México	8,5	-0,24
OPEP	7,9	.
Arabia Saudita	1,9	0,00
Reino Unido	1,8	0,31

¹ 2002, en porcentajes. ² Calculada como el coeficiente en una regresión de las variaciones del tipo de cambio divisa nacional/dólar sobre una constante y el tipo de cambio yen/dólar, de enero de 2002 a mayo de 2003. Un coeficiente cercano a cero (uno) indica que la moneda de ese país sigue de cerca la evolución del dólar (yen).

Fuentes: FMI; datos nacionales; cálculos del BPI. Cuadro V.4

forma sustancial desde mediados de la década de los 80 y parece que seguirán haciéndolo mucho más rápidamente en el futuro. El hecho de que una creciente proporción del capital estadounidense pertenezca ahora a no residentes sugiere que las propensiones al ahorro internas pueden haber de incrementarse para reconstituir los niveles de riqueza nacionales.

... las condiciones económicas en otras economías importantes ...

Una segunda diferencia entre la situación actual y la de los años 80 está relacionada con las condiciones económicas en otras economías importantes. Mientras que Europa y Japón crecían con mucha fuerza a finales de los años 80 y podían absorber la reducción del déficit por cuenta corriente estadounidense con relativa facilidad, la situación es ahora diferente. Esto supone que cualquier corrección provocaría un ajuste mayor por parte de Estados Unidos. A lo anterior se une otra complicación, y es que aproximadamente la mitad del déficit por cuenta corriente estadounidense se concentra en la actualidad en países cuyas monedas han seguido de cerca las fluctuaciones del dólar (véase el Cuadro V.4). Como consecuencia, las monedas que actualmente tienen tipos de cambio más flexibles (sobre todo el yen y el euro) podrían sufrir una considerable presión alcista. Además, dado que los inversionistas europeos y japoneses mantienen cuantiosas posiciones en activos denominados en dólares de Estados Unidos, una depreciación sustancial del dólar podría exponerles a efectos-riqueza negativos, lo que podría también desacelerar el crecimiento y complicar aún más el problema de absorción.

Por supuesto, esas complicaciones se reducirían si hubiera más países dispuestos a permitir la flotación de sus monedas cuando el dólar se deprecie. También resultarían especialmente útiles las políticas destinadas a estimular un crecimiento de la demanda más rápido fuera de Estados Unidos, dado que incrementarían la absorción y moderarían los efectos de la subida de la moneda. En un mundo más deflacionario que el de los años 80, los acreedores deberían, en cualquier caso, soportar una carga mayor del ajuste. Por último, en caso de que las posiciones brutas en dólares estadounidenses de los no residentes estuvieran efectivamente cubiertas de varias formas, esto también mitigaría el problema que la apreciación de la moneda supone para los acreedores.

... y el euro como moneda de reserva

Una tercera diferencia con respecto a la década de los 80 es que el dólar ha dejado de ser la única moneda de reserva. Dada la elevada liquidez de los mercados financieros, actualmente también es posible mantener reservas en euros. No obstante, es posible que el euro tarde bastante en establecerse como moneda de reserva, dadas las preferencias arraigadas y el permanente uso del dólar como unidad de cuenta en el comercio internacional.

En resumen, existen razones para creer que hay más riesgo a la baja para el crecimiento estadounidense y el dólar que durante la década de los 80. No obstante, también existen algunos factores más positivos, por no citar la posibilidad de un crecimiento de la productividad significativamente más rápido en Estados Unidos que en cualquier otro país. El hecho de que haya un considerable exceso de capacidad en el sector estadounidense de bienes comerciados también implica que una oscilación de los tipos de cambio relativamente pequeña podría provocar una gran transferencia de recursos.

VI. Los mercados financieros

Aspectos más destacados

La característica más sobresaliente de los mercados financieros internacionales en 2002 fue una nueva pérdida de confianza por parte de los inversionistas. En unos mercados ya de por sí debilitados por el descubrimiento de irregularidades contables en algunas empresas y por cierto pesimismo sobre la recuperación económica, se produjo una serie de acontecimientos preocupantes, entre los que el más destacado fue la corrección de los resultados financieros de WorldCom, una importante empresa de telecomunicaciones estadounidense. Estas pérdidas de confianza no sólo prolongaron la caída del mercado mundial por tercer año consecutivo, aumentando las primas de riesgo en los mercados bursátiles, sino que también causaron pérdidas superiores a las registradas en los dos años anteriores. Sin embargo, los inversionistas recuperaron parte de sus pérdidas cuando en la primavera de 2003 los mercados bursátiles comenzaron su ascenso.

El mercado de bonos de empresas siguió durante un tiempo la tendencia del mercado bursátil y sucumbió a la pérdida de confianza. A mediados de 2002, los diferenciales crediticios aumentaron hasta alcanzar niveles que no se habían observado desde hacía diez años. Las desfavorables condiciones crediticias condujeron, en la segunda mitad del año, a una notable caída de la obtención de financiación por parte de las empresas. Los esfuerzos realizados por las sociedades para fortalecer sus balances y corregir los excesos acumulados durante el auge del mercado bursátil redujeron aún más las emisiones. Tales esfuerzos contribuyeron a restablecer la confianza en los mercados de crédito, en un momento en el que los inversionistas buscaban una mayor rentabilidad que la ofrecida por los mercados de deuda pública. Por consiguiente, el mercado de bonos corporativos experimentó una sólida recuperación hacia finales de 2002, que se mantuvo hasta bien avanzada la primera mitad de 2003.

Durante el periodo examinado, la volatilidad de los principales mercados financieros se extendió a los mercados emergentes. Aunque los acontecimientos políticos locales también ocuparon lugar destacado, los cambios en la aversión al riesgo de los inversionistas internacionales parecían influir en ocasiones más que estos acontecimientos. A mediados de 2002, los países fuertemente endeudados perdieron acceso a los mercados internacionales de deuda, e incluso los créditos de mejor calidad sufrieron un aumento en sus diferenciales. El alejamiento por parte de los inversionistas de los activos de peor calidad disminuyó considerablemente a principios de 2003, cuando comenzaron a buscar activos de mayor rendimiento, pero las condiciones crediticias permanecieron vulnerables a los contratiempos en la aplicación de las políticas anunciadas.

Los mercados de la vivienda no parecen haberse visto afectados por estos acontecimientos mundiales. En muchos casos, los precios mostraron una fuerza sorprendente tres años después de que los precios del mercado bursátil alcanzaran su nivel máximo, mientras que en el pasado, habían mostrado una tendencia a la baja aproximadamente dos años después de haberse alcanzado un máximo en dicho mercado. Sin embargo, durante esos episodios previos las autoridades monetarias habían subido a menudo los tipos de interés en un intento de contener la inflación, mientras que recientemente, al no ser la inflación un factor tan relevante, los bancos centrales han bajado considerablemente los tipos de interés oficiales, favoreciendo así los precios de la vivienda.

Las curvas de rendimientos y el panorama macroeconómico

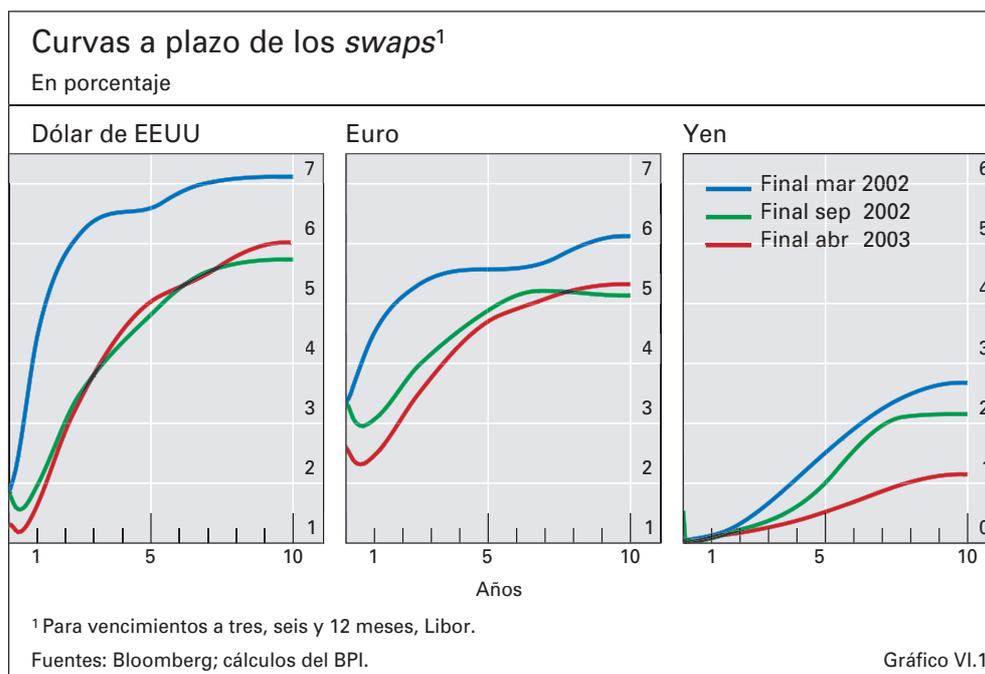
Los inversionistas en los mercados de renta fija tienden a prestar más atención a los datos macroeconómicos que aquellos que invierten en los mercados bursátiles. Tras cada anuncio importante de datos, revisan su análisis no sólo de la situación de la economía mundial, sino también de la posible reacción de los bancos centrales. Dado que unas veces se muestran optimistas y otras pesimistas sobre variables fundamentales que no pueden observarse de forma inequívoca, las fluctuaciones del mercado podrían de este modo ejercer cierta influencia independiente en la economía. En los mercados de renta fija, donde mejor se perciben estos cambios de opinión es en los rendimientos y en las curvas a plazo de los mercados de *swaps*, que se están convirtiendo cada día más en los mercados que rigen los tipos de interés de referencia en las mayores economías.

Cambios en las expectativas

En el periodo examinado, los mercados de renta fija reflejaron las acusadas revisiones a la baja en las expectativas de crecimiento económico. Durante 2001 y principios de 2002, las pendientes de las curvas a plazo de los *swaps* habían continuado su ascenso, reflejando el optimismo reinante acerca de la inminencia de la recuperación mundial. Sin embargo, en abril de 2002, estas curvas comenzaron a aplanarse en los mercados de títulos denominados en dólares y en euros, indicando un cambio en las expectativas de los inversionistas acerca de la recuperación. Las pendientes de estas curvas continuaron cayendo durante los seis meses siguientes (véase el Gráfico VI.1), reflejando una continua disminución del optimismo sobre las perspectivas de la economía mundial. Este cambio de opinión, en un momento en el que la economía estaba mostrando mayor fuerza, fue sorprendente. Las curvas de los mercados de Estados Unidos y de Europa se mantuvieron dentro de un estrecho intervalo entre octubre de 2002 y febrero de 2003. En cambio, la curva a plazo de los *swaps* de Japón se desplazó significativamente hacia abajo durante ese mismo periodo, en parte debido a que los retrasos en la introducción de reformas financieras parecen haber reducido las probabilidades de una recuperación económica en el corto plazo. En marzo, la caída de los precios del petróleo, coincidiendo con el comienzo de la

Las curvas de los *swaps* reflejan la percepción económica

En la primera mitad del periodo, disminuyó el optimismo

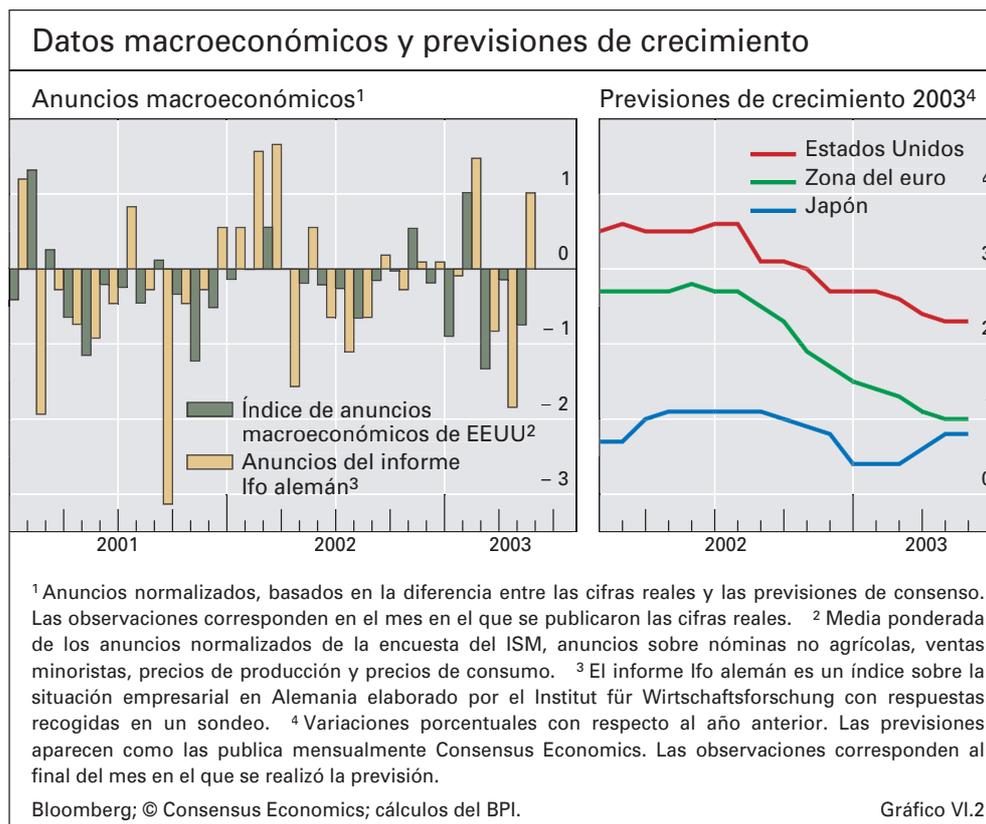


guerra de Iraq, parece haber devuelto cierto optimismo a los mercados de renta fija, elevando la pendiente de las curvas a plazo.

Este episodio muestra con qué facilidad pueden cambiar de opinión los inversionistas, incluso en un mercado tan fundamentado en cifras como lo es el mercado de renta fija. En el mercado de Estados Unidos, la decepcionante cifra sobre los bienes de consumo duradero publicada el 24 de abril de 2002 podría haber provocado el cambio inicial de percepción. Aunque ese dato normalmente no es un anuncio importante para los mercados de renta fija, los inversionistas esperaban en ese momento síntomas de aumento del gasto en inversión empresarial como factor determinante para la recuperación económica. En respuesta a los anuncios macroeconómicos posteriores, los agentes de mercado parecen haber concedido a los anuncios positivos menos importancia que a los negativos. Aunque los inversionistas en los mercados en euros tendieron a seguir los anuncios de Estados Unidos casi tanto como sus homólogos estadounidenses, la huelga convocada a principios de mayo por el sindicato alemán IG Metall fue sin duda alguna otro factor importante para la opinión de los mercados europeos. En junio y julio de 2002, los indicadores macroeconómicos confirmaron el debilitamiento de la economía mundial y no fue sino entonces cuando los economistas comenzaron a revisar a la baja sus proyecciones de crecimiento (véase el Gráfico VI.2). Aunque la mayor parte del cambio en las expectativas de los inversionistas ya se había producido en el mes de septiembre, las previsiones de crecimiento de las economías de Estados Unidos y de Europa continuaron revisándose a la baja hasta marzo de 2003.

Otro importante factor que influyó en las expectativas de los inversionistas fue la reacción de las autoridades monetarias. Los principales bancos centrales habían bajado drásticamente los tipos de interés oficiales en 2001 (véase el Capítulo IV) y la percepción de que el tono monetario

Una única cifra parece haber provocado el cambio de opinión

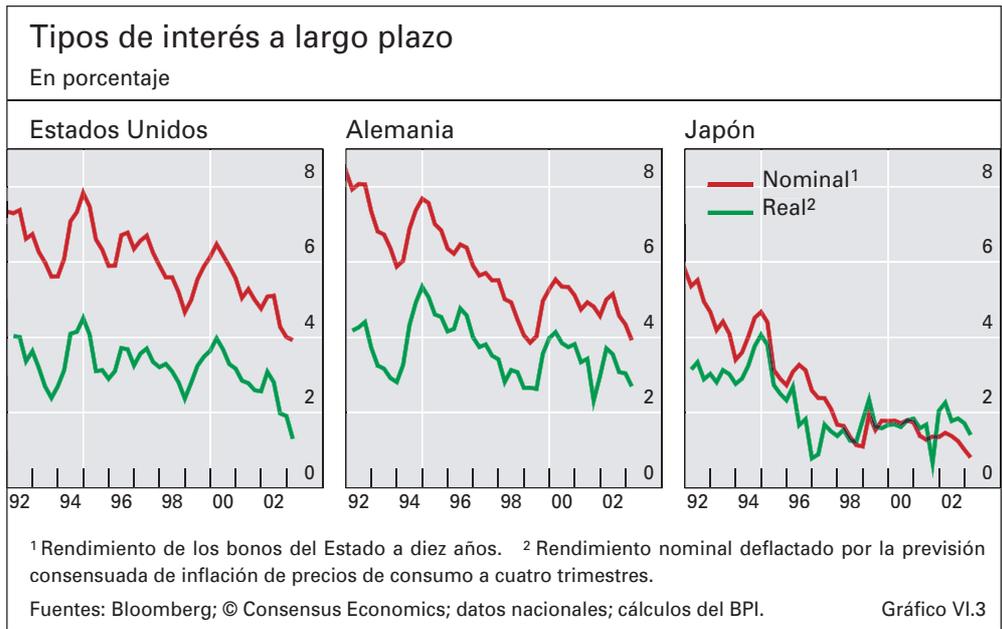


sería suficientemente expansivo podría haber sido el principal motivo de optimismo entre los inversionistas. Como indicaba la inclinación relativamente pronunciada de las curvas a plazo en su tramo inicial, a principios de 2002 ya se esperaba que las autoridades monetarias comenzaran a subir los tipos de interés posteriormente, en el transcurso del año. Sin embargo, al desaparecer el optimismo, las curvas a plazo mostraron pendientes cada vez más planas en su tramo inicial, indicando un aumento de las expectativas de una política monetaria más laxa. Sin embargo, no fue hasta noviembre, diciembre y enero cuando la Reserva Federal, el BCE y el Banco de Inglaterra respectivamente bajaron uno tras otro sus tipos de interés oficiales. La sorprendente rebaja llevada a cabo por la Reserva Federal en noviembre fue una señal especialmente clara de que el banco central estaba dispuesto a tomar medidas drásticas para alcanzar sus objetivos, incluso con un tipo de interés objetivo que ya era del 1,75%.

Preocupación por los bajos rendimientos

La consiguiente caída de los rendimientos de los bonos hasta niveles históricamente bajos motivó una percepción inusual entre los inversionistas. Cuando los rendimientos a largo plazo registraron a principios de octubre el nivel mínimo de los últimos 40 años, algunos inversionistas comenzaron repentinamente a temer la aparición de una burbuja en el mercado de bonos. En ese momento, el rendimiento de los bonos del Tesoro de Estados Unidos a 10 años era del 3,56% y el de los bonos correspondientes del Estado japonés era incluso inferior (véase el Gráfico VI.3). Sin embargo, con relación a los

La Reserva Federal envió una señal contundente en noviembre



tipos de interés a corto plazo, que estaban anclados a los tipos de interés oficiales, los rendimientos a largo plazo no resultaban incoherentes, pues parece que incorporaban las probables subidas de los tipos de interés a corto plazo. Por ejemplo, la curva a plazo derivada de los rendimientos estadounidenses era coherente con una subida de los tipos de interés a corto plazo de unos 100 puntos básicos en dos años. No obstante, un breve periodo de venta de bonos por parte de inversionistas preocupados contribuyó a un aumento de los rendimientos en octubre que no guardó relación alguna con las variables macroeconómicas fundamentales.

Los escasos rendimientos también provocaron una conducta sin precedentes entre los inversionistas de actitud típicamente conservadora, quienes mostraron una creciente disposición a adquirir bonos de mayor riesgo como una manera de obtener mayores rendimientos. Las posiciones en títulos del Estado y de agencias de elevada calificación en un momento de descenso de los tipos de interés habían proporcionado a estos inversionistas unos rendimientos excepcionalmente altos. Sin embargo, el rendimiento de los bonos había experimentado una caída tan pronunciada, tanto en términos nominales como reales, que parecía improbable que pudiera bajar aún más. De ahí se infirió que ya no se podrían obtener unos rendimientos tan altos con los instrumentos de mayor calidad. Estas condiciones hicieron que, especialmente hacia el final del periodo examinado, la deuda de mayor riesgo y rendimiento resultara atractiva para los inversionistas. Como se explicará más adelante, la creciente apetencia por el riesgo favoreció una mayor reducción de los diferenciales de los mercados de crédito, proporcionando a los prestatarios empresariales y a los de los mercados emergentes condiciones de financiación más favorables.

A través de esos canales, que conducían a unos tipos de interés a largo plazo inferiores a los que hubieran existido de otro modo, el pesimismo reinante en los mercados de renta fija puede haber contribuido al crecimiento

Los bajos tipos de interés llevaron a una búsqueda de rendimiento a escala mundial

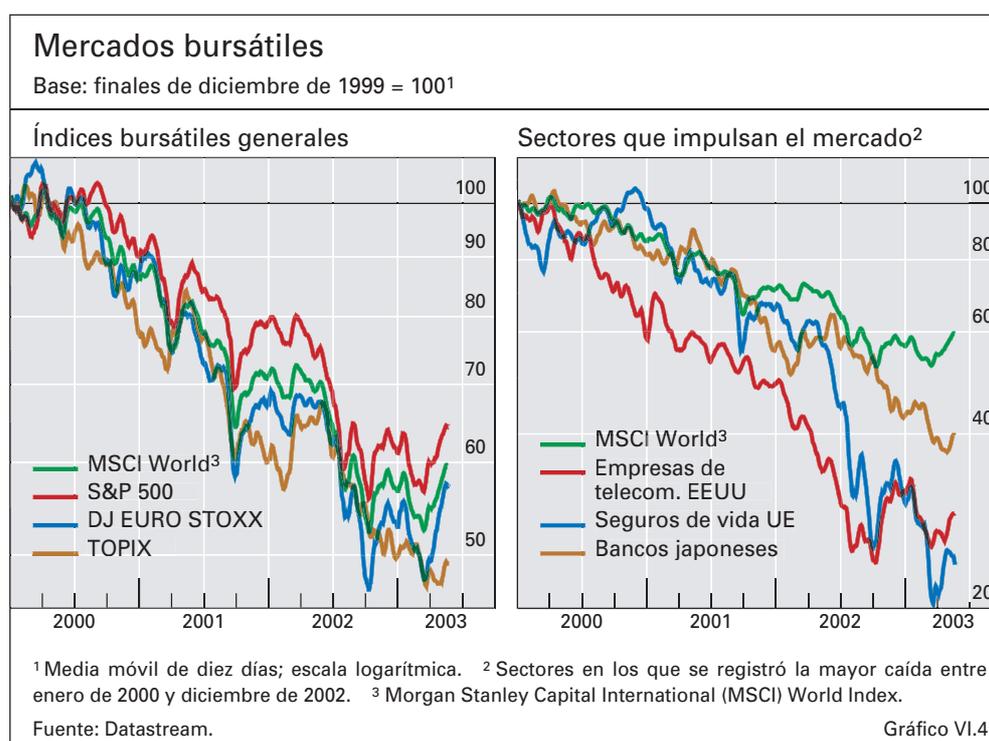
económico en 2002. Este efecto se produjo por una parte, a través de una búsqueda de rendimientos que favoreció a los prestatarios empresariales y a los de los mercados emergentes y por la otra, a través de la influencia de los tipos de interés en los precios de la vivienda, como se señala más adelante en este capítulo.

Los mercados bursátiles

Durante el periodo examinado, los inversionistas en mercados bursátiles aún estaban intentando lidiar con las secuelas de los excesos que habían acumulado en la última década. Las revisiones de las valoraciones durante el periodo examinado podrían haber estado motivadas no tanto por la información sobre los beneficios empresariales como por los acontecimientos que minaron la confianza de los inversionistas acerca de las perspectivas del sector empresarial en su conjunto. Especialmente significativos para los mercados fueron los acontecimientos que pusieron en entredicho la información que estaban recibiendo los inversionistas sobre las empresas. Nunca antes en los últimos años se había puesto tan en duda la integridad de los procedimientos contables y de notificación. Otros acontecimientos también contribuyeron a la incertidumbre sobre el estado subyacente de la economía. La consiguiente pérdida general de confianza fue extraordinaria durante este periodo y se tradujo en un notorio aumento de las primas de riesgo de las acciones y en un desplome paralelo de sus precios.

La caída de los precios de las acciones ocasionó pérdidas ingentes entre los inversionistas por tercer año consecutivo. Entre abril de 2002 y marzo de 2003, el índice MSCI World cayó un 23%, tras haber descendido ya un 31% en los dos años anteriores (véase el Gráfico VI.4). Las pérdidas registradas desde

La pérdida general de confianza fue extraordinaria

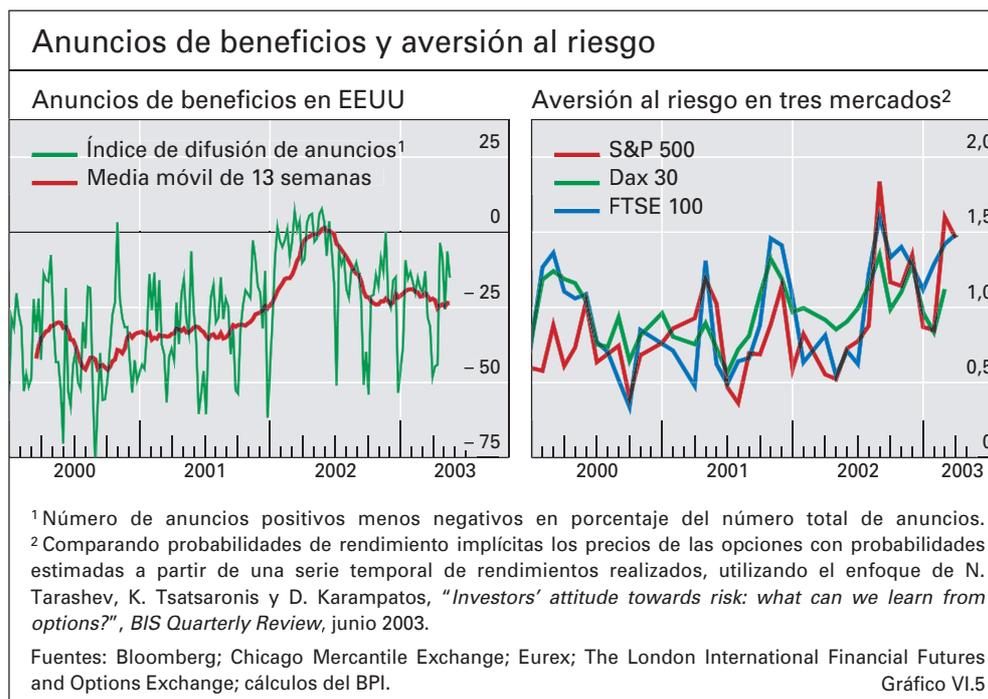


marzo de 2000 han volatilizado aproximadamente 13 billones de dólares de capitalización bursátil en todo el mundo. Durante ese mismo trienio, el índice S&P 500 cayó un 45%, reduciendo así la riqueza de los accionistas en una cantidad equivalente a la mitad del PNB de Estados Unidos en 2000. Los precios de las acciones europeas y japonesas bajaron aún más; el índice Dow Jones EURO STOXX perdió un 52% y el TOPIX un 50%. Sin embargo, la creencia de que la guerra de Iraq sería breve elevó los precios de las acciones en todo el mundo en marzo de 2003 y los informes favorables sobre los beneficios empresariales prolongaron esta subida durante abril y mayo, permitiendo a los inversionistas recuperar parte de sus pérdidas.

Información y aversión al riesgo

Los estudios financieros han demostrado que los precios de las acciones tienden a depender de los cambios en la aversión al riesgo por parte de los inversionistas. Esta dependencia resultó especialmente evidente durante el periodo examinado, cuando los inversionistas reaccionaron más ante acontecimientos que aumentaban la aversión al riesgo que ante anuncios sobre beneficios empresariales. Los precios de las acciones reanudaron su descenso a finales de mayo de 2002 en todo el mundo, aun cuando las señales más escrutadas sobre los beneficios empresariales sugerían una mejora de la situación (véase el Gráfico VI.5, panel izquierdo). Esta circunstancia se explica, a juzgar por los precios de las opciones sobre índices bursátiles (véase el Gráfico VI.5, panel derecho), por el hecho de que en este momento la aversión al riesgo de los inversionistas había reiniciado su ascenso. En general, como muestra la comparación entre los Gráficos VI.4 y VI.5, los periodos en los que los precios de las acciones cayeron vertiginosamente tendieron a coincidir con un aumento de esta medida de la aversión al riesgo.

Los precios de las acciones cayeron incluso cuando mejoraban las señales sobre los beneficios



El principal acontecimiento fue la actualización financiera de WorldCom

El periodo examinado fue especialmente agitado en lo que se refiere a acontecimientos que modificaron la aversión al riesgo por parte de los inversionistas. Justo cuando los agentes de los mercados parecían reponerse de las informaciones reveladas sobre la quiebra de Enron en diciembre de 2001, su confianza sufrió una serie de reveses. A finales de mayo y principios de junio de 2002, las advertencias sobre nuevos atentados terroristas y el aumento de las tensiones políticas entre la India y Pakistán provocaron grandes ventas en los mercados bursátiles. Sin embargo, el acontecimiento que marcó el periodo fue la corrección, el 25 de junio, de los resultados financieros obtenidos por WorldCom, una importante empresa de telecomunicaciones estadounidense, por un valor de 3.800 millones de dólares. Aunque la respuesta inmediata de los mercados no fue especialmente drástica, ese hecho parece haber condicionado las reacciones ante los acontecimientos posteriores. Pocos días después, el fabricante estadounidense de fotocopiadoras Xerox también revisó sus resultados financieros, al tiempo que un periódico francés afirmaba que la compañía mediática Vivendi Universal había inflado sus beneficios. Estos acontecimientos provocaron la mayor caída de los mercados bursátiles internacionales producida en dos meses consecutivos desde septiembre de 2001. Entre el 21 de mayo y el 23 de julio de 2002, el índice MSCI World cayó un 26%, retornando a niveles desconocidos desde 1997. A mediados de enero de 2003, los acontecimientos relacionados con Iraq también comenzaron a afectar enormemente a los mercados y en las cinco semanas siguientes el mercado estadounidense perdió un 12% de su valor y el europeo un 14%.

Compañías de seguros y bancos

Los flujos de ventas impredecibles provocaron una caída desproporcionada de los precios

En los mercados bursátiles europeos, lo que más conmocionó a los inversionistas fueron las pérdidas sufridas por las compañías de seguros. Estas pérdidas parecen haber sido la principal razón por la que los índices bursátiles generales europeos cayeron más que los de Estados Unidos. A diferencia de las compañías de seguros estadounidenses, las europeas habían destinado una gran parte de sus activos a la inversión en acciones, adoptando de hecho posiciones apalancadas en el mercado de valores. Por lo tanto, las caídas de los mercados generales en este periodo ocasionaron descensos incluso de mayores proporciones en los precios de las acciones de estas aseguradoras. Además, al aumentar las pérdidas en las posiciones en acciones, las normas reguladoras obligaron con frecuencia a estas compañías a liquidar sus carteras. La incertidumbre sobre las cantidades y el momento de las ventas tendió a precipitar la caída de los precios en el mercado en su conjunto. Las operaciones basadas fundamentalmente en la mera necesidad de liquidez (es decir, transacciones no basadas en información) provocaron una reacción desproporcionada de los precios ante los flujos de ventas impredecibles. Este fenómeno fue parecido al observado durante el desplome del mercado de valores en octubre de 1987 y a lo acontecido en los mercados de renta fija en 1998 con relación al fondo de cobertura Long Term Capital Management.

Los cambios en las expectativas sobre las tan esperadas reformas financieras alteraron la confianza del mercado de valores de Tokio. Especialmente en septiembre y octubre de 2002, los inversionistas vacilaron entre dos escenarios posibles con consecuencias muy diferentes para los precios de las acciones. En el caso preferido por los inversionistas, el Gobierno inyectaría capital a los bancos en dificultades comprando acciones en manos de estos bancos. Bajo la otra posibilidad de “aterrizaje forzoso”, la adopción de medidas más rigurosas exigiría una inyección de capital que acabaría llevando al Gobierno a asumir la gestión de los bancos. El primer escenario parecía más probable el 18 de septiembre, cuando el Banco de Japón anunció su intención de comprar acciones de empresas en manos de los bancos. El índice Nikkei 225 subió ese día un 2%. Sin embargo, el 30 de septiembre el otro supuesto se convirtió en la expectativa dominante cuando se nombró ministro de Finanzas a un partidario de la introducción de reformas enérgicas. La consecuencia fue una caída del índice Nikkei 225 del 11% en los 10 días siguientes.

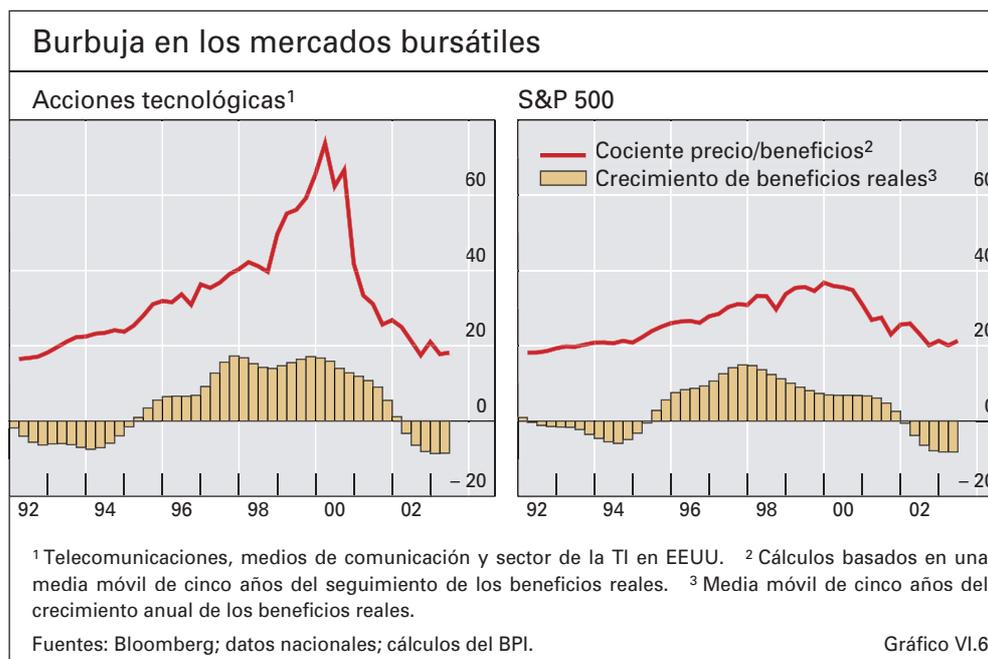
El Banco de Japón anunció un plan de compra de acciones

Las valoraciones y el lento estallido de una burbuja

La continua caída del precio de las acciones durante los tres últimos años puede caracterizarse como el estallido prolongado de la burbuja en los mercados bursátiles. La lentitud con la que se produjo el estallido sugiere que los inversionistas habían contado con poca información sobre las variables fundamentales para poder actuar con mayor decisión. Como ya se ha señalado, el papel de la confianza de los inversionistas en un mercado comenzó así a ganar calado. Las pérdidas de confianza se han producido en diferentes momentos según los sectores, dependiendo con frecuencia de acontecimientos inesperados. Al principio, los inversionistas perdieron la confianza en la capacidad del sector tecnológico para mantener unas elevadas tasas de crecimiento de los beneficios (véase el Gráfico VI.6), provocando así la caída del precio de las acciones. A mediados de 2002, la corrección de los resultados de WorldCom produjo un efecto parecido en el sector de las telecomunicaciones, lo que redujo los precios del conjunto del mercado bursátil. Como los inversionistas tendieron a revisar sus expectativas sector por sector, el mercado en su conjunto no se hundió al unísono.

La falta de información hizo que el colapso se prolongara

Las relaciones precio-beneficios dan una pista sobre la posible duración del deterioro. El alza en los mercados bursátiles mundiales en marzo de 2003 elevó aún más las valoraciones de las acciones por encima de sus niveles históricos. Basándose en la media móvil quinquenal de los beneficios, la relación precio-beneficios del índice S&P 500 fue de casi 22 en marzo, cifra significativamente superior a la media de 17 de 1961–95. Dado que este cálculo supone el retorno de los beneficios a su media de cinco años, se estarían sobreestimando las valoraciones actuales si los beneficios aumentaran con más vigor en una economía que se recuperara de una recesión. De hecho, los analistas prevén un fuerte crecimiento de los beneficios, y un cálculo basado en esta previsión reduciría la relación precio-beneficios a 16. Sin



embargo, en el pasado esas previsiones sobre beneficios han demostrado sistemáticamente ser demasiado optimistas.

Los mercados de crédito

El otrora resistente mercado de bonos de empresas se sumó al mercado bursátil, sucumbiendo también a la pérdida de confianza a mediados de 2002. Durante la mayor parte de 2001 y principios de 2002, el mercado de crédito fue la estrella del sistema financiero internacional. Los diferenciales de los bonos corporativos con calificación de grado de inversión, aunque eran amplios, habían oscilado dentro de una estrecha banda incluso cuando cayeron los mercados bursátiles. Sin embargo, entre finales de junio y mediados de octubre de 2002, los mercados de bonos de empresas de Estados Unidos y de Europa sufrieron una grave conmoción. Los prestatarios de mayor riesgo perdieron casi por completo el acceso a los mercados de bonos. El diferencial medio ponderado de los bonos BBB de siete a 10 años de empresas estadounidenses sobre los correspondientes títulos del Tesoro aumentó 130 puntos básicos, alcanzando un máximo de unos 400 puntos básicos. En Europa, los diferenciales de los bonos de empresas siguieron una pauta parecida (véase el Gráfico VI.7). Los diferenciales crediticios no habían aumentado tanto y tan rápido desde la crisis de los mercados financieros internacionales de 1998 y en los últimos 50 años los diferenciales de los bonos BBB nunca habían alcanzado niveles tan elevados. El consiguiente repunte en los mercados de crédito fue igualmente espectacular.

Un verano de conmociones

Paradójicamente, las ventas masivas en el mercado de bonos de empresas se produjeron en un momento en el que la calidad del crédito de las entidades no financieras daba muestras de estabilizarse o incluso de mejorar. La

La pérdida de confianza se extendió al mercado de bonos corporativos ...

...a pesar de los indicios de mejora de las variables fundamentales

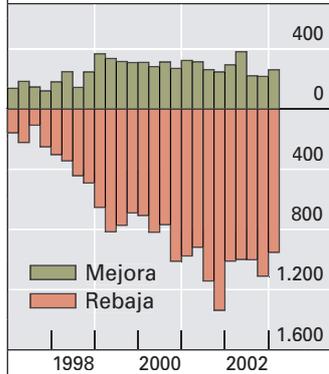


frecuencia de las revisiones a la baja de la calificación crediticia había alcanzado su máximo a finales de 2001 y comenzó a disminuir en 2002 (véase el Gráfico VI.8). Lo mismo ocurrió con la frecuencia de incumplimientos de los emisores con calificación. Los márgenes de beneficios experimentaron un modesto aumento en Estados Unidos y el Reino Unido, y lo hicieron en menor medida en la zona del euro y en Japón (véase el Capítulo II); además, las empresas empezaron a sanear sus balances (véase a continuación). Por lo tanto, no parece que las variables fundamentales expliquen por sí solas el aumento de los diferenciales crediticios de mediados de 2002.

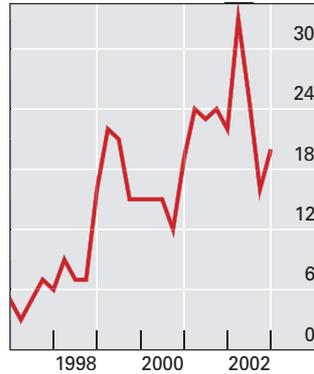
De hecho, los diferenciales crediticios y las variables fundamentales (en particular, las pérdidas esperadas por incumplimiento) no guardan nunca demasiada relación. En general, los diferenciales son varias veces más elevados de lo que implicarían las pérdidas esperadas por incumplimiento (véase el Gráfico VI.9). En frecuencias bajas, como las observaciones anuales, los diferenciales crediticios tienden a seguir la misma dirección que las probabilidades subyacentes de incumplimiento. Sin embargo, en frecuencias más altas, los diferenciales crediticios son mucho más volátiles que las probabilidades estimadas de incumplimiento, tanto si las estimaciones se

Calidad crediticia de las empresas

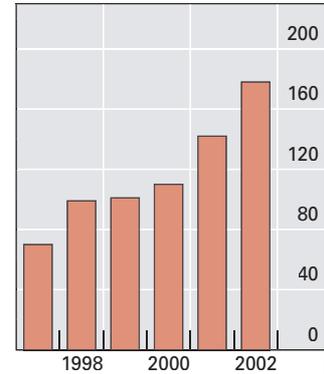
Cambios de calificación¹



Incumplimientos de empresas²



Ángeles caídos³



¹ Suma trimestral de las mejoras y las rebajas de la calificación crediticia de entidades no financieras realizada por Standard & Poor's. ² Suma trimestral de los incumplimientos de empresas como los define Standard & Poor's. ³ Valor facial de la deuda en forma de bonos de empresas calificadas inicialmente de primera calidad, pero cuya calificación se rebajó por debajo de BBB- durante el año, en miles de millones de dólares de EEUU.

Fuentes: Bloomberg; Standard & Poor's; cálculos del BPI.

Gráfico VI.8

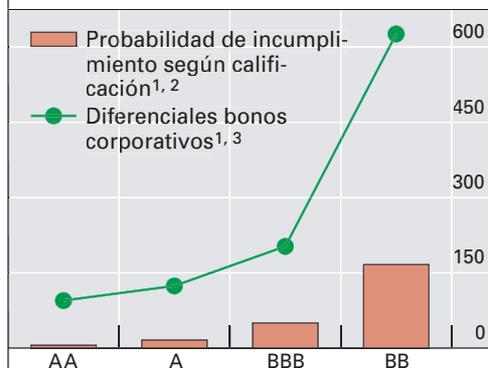
basan en calificaciones crediticias, que no son volátiles, como si lo hacen en los precios de las acciones, que sí lo son. Además, los diferenciales de las distintas empresas evolucionan al unísono más de lo que lo hacen las probabilidades de incumplimiento.

Un importante factor que explica la mayor variabilidad y correlación de los diferenciales crediticios son los cambios de actitud de los inversionistas frente al riesgo. Éstos demandan evidentemente una prima que sea superior

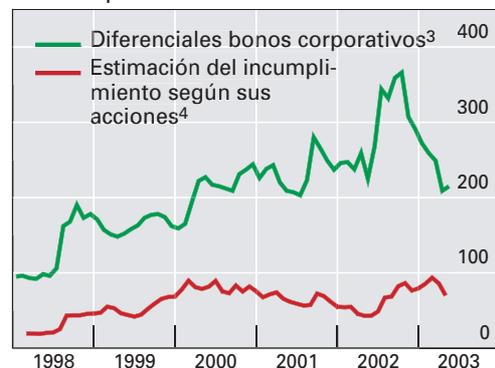
Valoración del riesgo de incumplimiento de las empresas

En puntos básicos

Empresas de EEUU según calificación crediticia



Empresas BBB de EEUU a lo largo del tiempo



¹ Media del periodo 1998-2002. ² Probabilidad de incumplimiento en el plazo de un año como la calcula por Standard & Poor's. ³ Diferencial (ajustado a las opciones) de los bonos de empresas de EEUU con vencimientos de entre cinco y siete años. Para los bonos BB, todos los vencimientos. ⁴ Frecuencia esperada de incumplimiento como la calcula KMV.

Fuentes: Bloomberg; KMV; Merrill Lynch; Standard & Poor's Creditpro; cálculos del BPI.

Gráfico VI.9

a las pérdidas esperadas por incumplimiento, quizás para compensar la dificultad que conlleva diversificar riesgos con escasa probabilidad de sufrir grandes pérdidas, lo que en la práctica genera incertidumbre acerca del momento en que puede producirse el incumplimiento y de la gravedad de las pérdidas en ese caso. Esta prima puede fluctuar independientemente de los cambios en las variables fundamentales. Por ejemplo, las preferencias subyacentes de los inversionistas por el riesgo podrían variar con el tiempo o los cambios de la composición de los agentes del mercado podrían alterar la aversión efectiva de los inversionistas al riesgo. Por último, los sistemas de gestión del riesgo podrían dar lugar a un comportamiento en el mercado de hecho similar al que implica un aumento de la aversión al riesgo.

Escasa relación entre los diferenciales crediticios y las probabilidades de incumplimiento

Al igual que ocurrió en los mercados bursátiles, la prima de riesgo exigida por los inversionistas en los mercados de crédito parece haber aumentado a mediados de 2002. El ajuste del precio del riesgo crediticio afectó especialmente a los “ángeles caídos”, como WorldCom y el fabricante francés de telecomunicaciones Alcatel, sociedades cuya deuda se había calificado de grado de inversión pero se rebajó por debajo de BBB- posteriormente. Entre los más afectados figuran grandes prestatarios que corrían el riesgo de convertirse en ángeles caídos, como Ford y Tyco, el conglomerado con sede en Bermudas. En ocasiones, estas empresas vieron cómo sus diferenciales se disparaban al optar los inversionistas por títulos cuya calificación consideraban menos susceptible de ser revisada a la baja.

Esta revisión de los precios del riesgo fue provocada por pérdidas inesperadamente cuantiosas en las carteras de deuda cuya calificación se rebajó. En concreto, la experiencia de los inversionistas con WorldCom les llevó a mostrarse reacios a mantener grandes posiciones con ángeles caídos reales o potenciales. Los inversionistas que buscaban altos rendimientos y que habían comprado deuda de WorldCom tras rebajarse su calificación a BB en mayo, para acabar incurriendo en enormes pérdidas cuando la empresa actualizó sus cuentas en junio, se mostraron reacios a comprar deuda de otros ángeles caídos. Al mismo tiempo, los inversionistas institucionales, muchos de los cuales están obligados por ley a mantener únicamente títulos con calificación de grado de inversión, redujeron sus tenencias de créditos que corrieran el riesgo de convertirse en ángeles caídos.

Las enormes pérdidas de los “ángeles caídos” provocaron una revisión del precio del riesgo

El enorme volumen de deuda recalificada a la baja en 2002 aumentó el desequilibrio entre la oferta y la demanda de créditos de menor calidad. Algunos de los ángeles caídos reales y potenciales se encontraban entre los mayores emisores empresariales de los mercados de Estados Unidos y Europa; WorldCom debía por sí solo 30.000 millones de dólares. En total, cerca de 180.000 millones de dólares de deuda calificada anteriormente de grado de inversión se rebajaron a deuda de alto rendimiento o deuda con riesgo de incumplimiento en 2002, cifra que representa nada menos que una cuarta parte de la deuda especulativa pendiente a finales de 2002 (véase el Gráfico VI.8).

Otra de las causas de la conmoción que sufrieron los mercados crediticios a mediados de 2002 fue la preocupación por los pasivos de los planes de pensiones insuficientemente capitalizados. El descenso de los precios de las acciones que comenzó en el año 2000 infligió enormes pérdidas en los planes

de pensiones de prestaciones definidas que habían destinado grandes porcentajes de sus carteras a inversiones en acciones (véase el Capítulo VII). En octubre de 2002, Standard & Poor's revisó a la baja la calificación crediticia de algunas sociedades estadounidenses debido, en parte, a las dimensiones de la insuficiencia de capitalización de sus planes de pensiones. A principios de 2003, esa agencia rebajó la calificación de algunas empresas europeas por la misma razón.

Los prestatarios empresariales empezaron a sanear sus balances

Fuerte subida de los precios en los mercados de crédito a partir de octubre de 2002 ...

A partir de mediados de octubre de 2002, las condiciones crediticias mejoraron en general. Aunque los precios de las acciones cayeron en los primeros meses de 2003, los precios de los bonos con grado de inversión y los de alto rendimiento continuaron subiendo. Los diferenciales de los bonos BBB de empresas estadounidenses se redujeron 130 puntos básicos entre principios de octubre y finales de 2002 y otros 70 puntos básicos en los cuatro primeros meses de 2003.

Al igual que el aumento de la prima de riesgo que habían solicitado los inversionistas en los mercados de crédito explicaba gran parte del aumento de los diferenciales, la reducción de la prima de riesgo dirigió en gran medida el estrechamiento inicial de los mismos. La subida de los precios en los mercados de crédito estuvo protagonizada inicialmente por los mismos ángeles caídos cuyos diferenciales se habían disparado anteriormente. Los inversionistas, atraídos por los precios reducidos, compraron la deuda de empresas que tuvieran activos vendibles o planes de reestructuración prometedores. La oferta realizada en noviembre por HSBC para adquirir Household International, una gran compañía estadounidense de financiación a los consumidores que en ese momento tenía más difícil el acceso a los mercados de capitales, contribuyó a reforzar la confianza de los inversionistas sobre las perspectivas de otras empresas que se encontraban en difíciles condiciones de financiación.

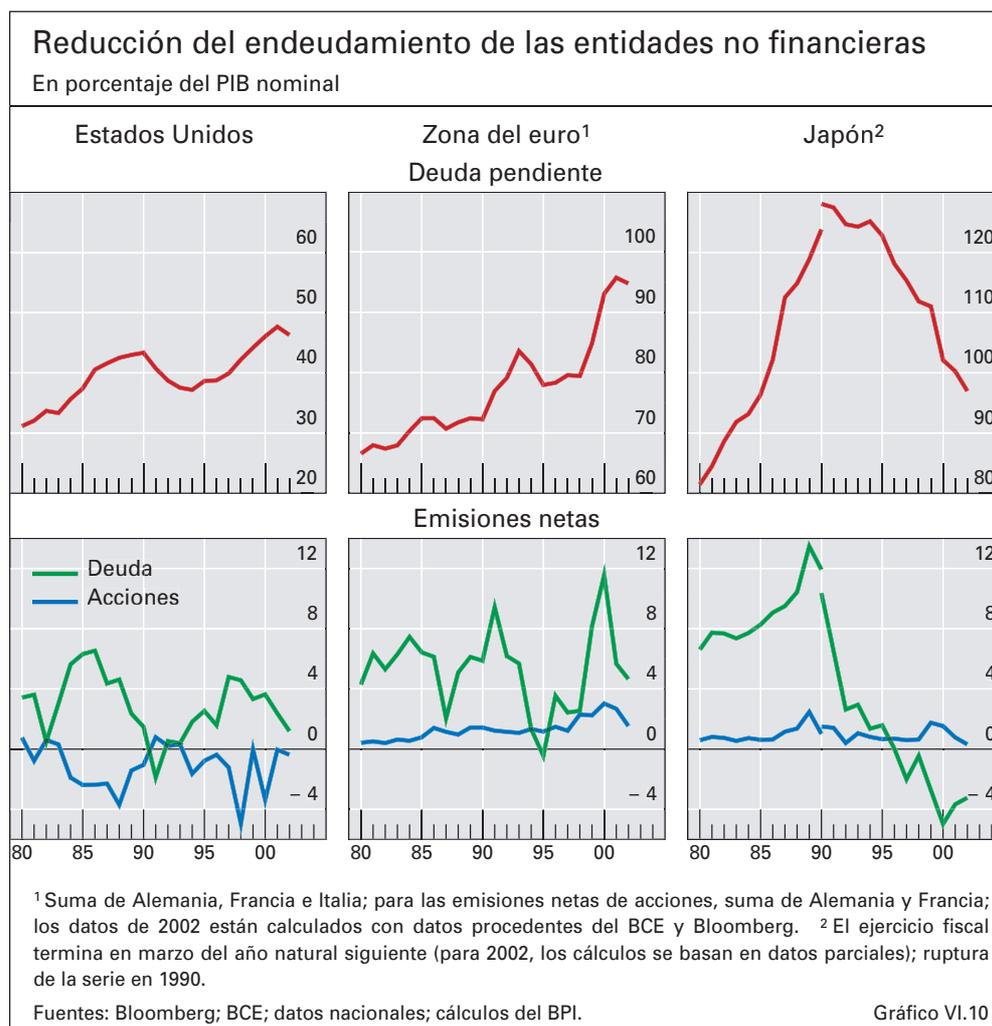
El reconocimiento del progreso realizado por las empresas para sanear sus balances prolongó la recuperación de los mercados de crédito en 2003. En 2001, las compañías ya habían comenzado a reforzar sus balances, pero este saneamiento había consistido en su mayor parte en una reorganización más que en una reducción de sus pasivos. Las sociedades habían aplazado el vencimiento de su deuda con el fin de reducir su exposición al riesgo de liquidez. Además, las caídas en la inversión de capital habían contribuido a estabilizar los niveles de deuda de las sociedades estadounidenses y europeas tras varios años de grandes aumentos del endeudamiento (véase el Gráfico VI.10). En Estados Unidos, las empresas también habían reducido sus recompras de acciones, que se habían disparado a finales de los años 90.

... como consecuencia del saneamiento de los balances de las empresas

En 2002, la reestructuración de las empresas dio muestras de acelerarse. Las empresas que habían aumentado su endeudamiento durante los años de expansión, bien comprando activos que ahora valían considerablemente menos o bien recomprando acciones a precios inflados, intensificaron sus esfuerzos por reforzar sus balances. Los mayores ángeles caídos profundizaron más en el proceso de reestructuración, debido a sus dificultades

para refinanciar las obligaciones que iban venciendo ante la enorme disminución de la demanda de su deuda por parte de los inversionistas. Como consecuencia del debilitamiento de la demanda de financiación y del cierre casi total del mercado de bonos de empresas a mediados de 2002, la emisión neta de deuda de las empresas estadounidenses cayó en 2002 hasta situarse en el nivel más bajo registrado desde hacía casi diez años, aunque se mantuvo en niveles positivos. El endeudamiento de las empresas europeas también disminuyó y las compañías japonesas amortizaron de nuevo sus deudas, continuando así un proceso que había comenzado diez años antes.

Aunque las empresas que necesitan sanear sus balances obtienen generalmente capital en acciones, la prolongada caída de los precios de la renta variable hizo que esta vía fuera poco atractiva. Por lo tanto, a diferencia del periodo de reducción del endeudamiento de principios de los años 90, la emisión neta de acciones permaneció débil en 2002 (véase el Gráfico VI.10). Aun así, algunas empresas retornaron a los mercados bursátiles. Algunas compañías de seguros europeas emitieron *warrants* que conferían a los accionistas el derecho a comprar nuevas acciones con un gran descuento. Los bancos japoneses emitieron nuevas acciones ordinarias y preferentes a principios de 2003, en parte destinadas a grupos relacionados

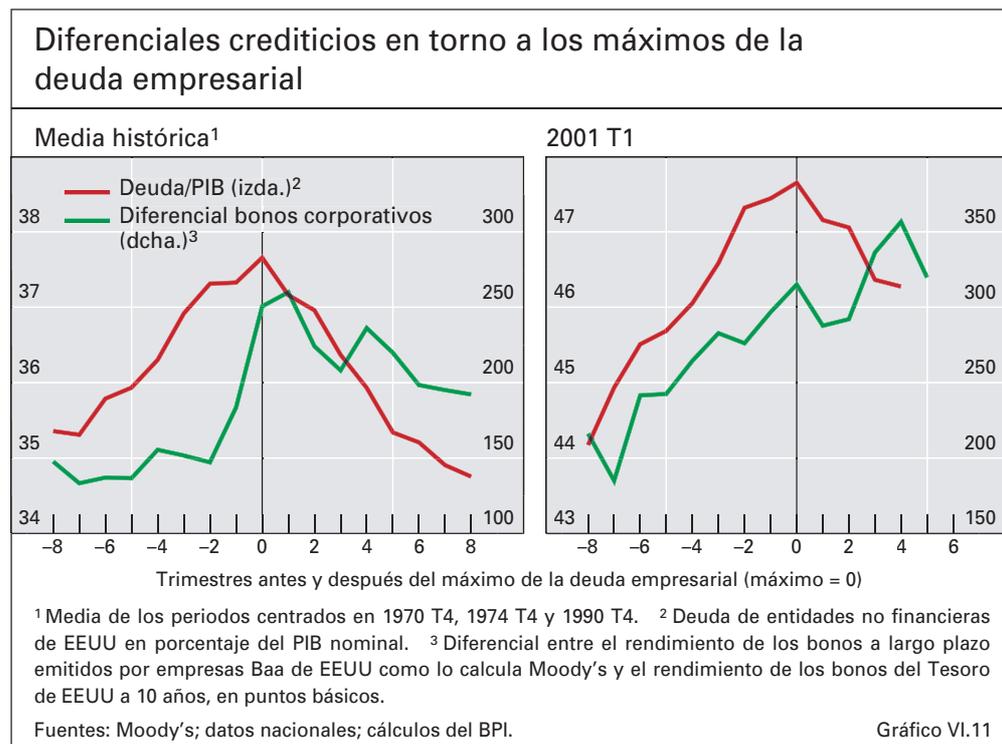


(véase el Capítulo VII). Entre estas emisiones figura la mayor oferta de acciones ordinarias por parte de una empresa privada en Japón y la primera por parte de un banco japonés desde los años 80. Otras empresas vendieron bonos convertibles sólo redimibles en acciones.

Los inversionistas al principio tardaron en recompensar a las empresas por los esfuerzos realizados para reducir su endeudamiento. En claro contraste con episodios anteriores de reestructuración empresarial, los diferenciales crediticios continuaron aumentando en 2002 incluso después de que la tendencia ascendente de los coeficientes de deuda se hubiera invertido (véase el Gráfico VI.11). Hubo que esperar casi un año después de que el cociente entre la deuda empresarial y el PIB en Estados Unidos alcanzase el máximo para que los inversionistas comenzaran a revisar el precio del riesgo de incumplimiento y a reducir sus expectativas de pérdidas por incumplimiento.

Con la caída de los rendimientos de los bonos del Estado y de otros títulos de primera calidad hasta mínimos históricos a finales de 2002 y principios de 2003, los inversionistas parecían dispuestos a aumentar el riesgo de crédito con vistas a obtener mayores beneficios. Esta decisión se vio reforzada por las expectativas de mejoras en la calidad del crédito empresarial. Si dichas expectativas resultasen ser optimistas, los avances en los mercados de crédito podrían acabar siendo transitorios. Las medidas del riesgo de incumplimiento basadas en los precios de las acciones permanecen elevadas en el caso de las entidades no financieras de Estados Unidos y Europa, lo que lleva a pensar que los balances empresariales continúan débiles (véanse los Gráficos VI.9 y VII.2). Asimismo, los niveles de deuda del sector empresarial estadounidense y especialmente del europeo permanecen altos en relación con las

Los niveles de deuda empresarial se mantienen altos



dimensiones de la economía. Los rendimientos nominales excepcionalmente bajos contribuyen a mantener los costes del servicio de la deuda en niveles aceptables. Sin embargo, los rendimientos ajustados para tener en cuenta la inflación no son muy inferiores a la media de 1990–2000 (véase el Gráfico VI.7) y en el caso de los sectores cuyos productos se están abaratando, como la industria manufacturera, los rendimientos reales son aun más altos. Por lo tanto, los niveles actuales de deuda podrían poner en dificultades a algunas empresas a más largo plazo.

Derivados del crédito e integración de los mercados

Además de los factores cíclicos anteriormente analizados, la evolución de los mercados crediticios durante el periodo examinado estuvo condicionada también por cambios estructurales. Los mercados de crédito y de valores están hoy más integrados que antes, al igual que lo están los segmentos de los mercados de crédito. Aunque la integración mejora el proceso de transmisión de información sobre precios al facilitar el ajuste de éstos a las nuevas noticias en los diferentes mercados financieros, también puede crear nuevas vulnerabilidades.

La creciente utilización de modelos de riesgo crediticio está contribuyendo a reforzar la relación entre los precios del crédito y los precios de las acciones. Al igual que las instituciones financieras utilizan modelos cuantitativos para gestionar el riesgo de tipo de interés, en la actualidad se están desarrollando modelos para gestionar también el riesgo de crédito. El modelo más conocido se apoya en el enfoque estructural propuesto por primera vez por Robert Merton en 1974, según el cual el incumplimiento se produce cuando el valor de los activos de una empresa cae por debajo del valor facial de su deuda. En estos modelos, el proceso que lleva al incumplimiento depende explícitamente del nivel de pasivos de la empresa, así como del valor del mercado y la volatilidad de sus activos. Los agentes del mercado normalmente utilizan la volatilidad de las acciones como variable principal para estimar la volatilidad de los activos, introduciendo así otro canal de retroalimentación de los mercados bursátiles a los mercados de crédito.

Los nuevos modelos vincularon los mercados de crédito a los de acciones ...

Esos efectos de retroalimentación fueron especialmente pronunciados a mediados de 2002 debido a la mayor presencia de fondos de cobertura en los mercados de crédito. Al refugiarse los inversionistas institucionales en los créditos de mayor calidad, las estrategias de inversión y las prácticas de gestión del riesgo de los fondos de cobertura comenzaron a influir más en los segmentos abandonados del mercado. Los fondos de cobertura, a diferencia de los inversionistas institucionales, recurren menos a las calificaciones del crédito como medidas de solvencia y más a los modelos de valoración del riesgo crediticio.

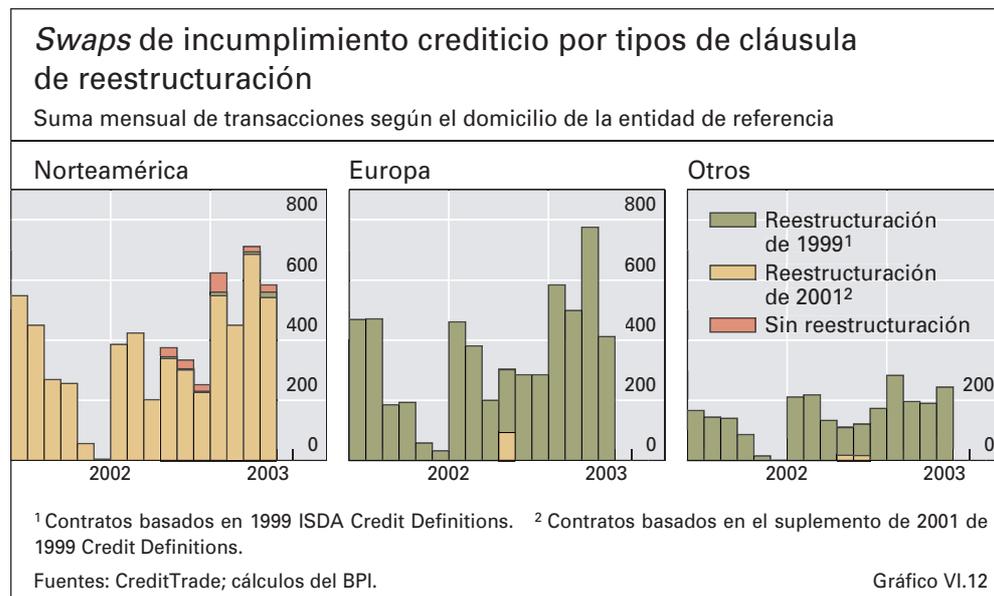
Los vínculos entre los mercados también se vieron reforzados por el desarrollo de mercados para la transferencia de riesgo crediticio, especialmente los mercados de derivados de crédito. Antes de que se introdujeran estos derivados, los mercados de crédito se encontraban entre los mercados financieros menos líquidos. Las emisiones de bonos de

empresas a menudo son reducidas, muchas incluyen opciones u otras modalidades específicas que complican la fijación de su precio, son difíciles de tomar en préstamo (y por lo tanto, también de vender en descubierto con la esperanza de que aumenten los diferenciales) y suele realizarse un volumen muy bajo de operaciones con ellos una vez que se han colocado en las carteras de inversionistas institucionales. Por ello, en el pasado, el movimiento de los precios de los bonos corporativos solía estar determinado por factores temporales o idiosincrásicos, lo que aumentó los costes del uso de bonos corporativos con fines especulativos o de gestión de riesgo.

... mientras que los derivados de crédito facilitaron la transmisión de información sobre precios

El desarrollo de mercados de derivados de crédito y, en particular, del mercado de *swaps* de incumplimiento de crédito o SIC (*credit default swaps*), redujo esos costes. Los SIC permiten desligar el riesgo crediticio de otros riesgos de un instrumento financiero y negociarlo por separado. En un contrato SIC, el comprador de protección frente a un crédito paga al vendedor de protección una cantidad periódica igual al diferencial entre el rendimiento del título susceptible de incumplimiento y el tipo de interés libre de riesgo. Si la entidad de referencia incumple, el comprador normalmente entrega al vendedor la deuda de la entidad de referencia a cambio de una cantidad fija igual al valor facial de la deuda. Un SIC es esencialmente un seguro que protege de las pérdidas derivadas de un incumplimiento.

El mercado de los SIC ha crecido enormemente en los últimos años (véase el Gráfico VI.12 y el Capítulo VII). Además, los agentes del mercado han hecho un esfuerzo concertado para promover su liquidez estandarizando los términos contractuales. Como consecuencia, actualmente muchos agentes del mercado consideran que la liquidez es mayor en el mercado de los SIC que en el de bonos corporativos. En particular, es más fácil adoptar posiciones cortas comprando protección en el mercado de los SIC, lo que ha hecho que resulte menos costoso cubrirse o especular en los mercados de crédito o entre los mercados bursátiles y los de crédito.



Aunque hasta ahora la inmensa mayoría de los *swaps* frente empresas que han incumplido se ha ejercido sin problemas, la controversia sobre qué acontecimientos constituyen incumplimientos (concretamente, sobre el tratamiento de las reestructuraciones de la deuda) podría minar la liquidez del mercado de los SIC. El mercado ya está fragmentado regionalmente. Mientras que en las operaciones que se realizan en el mercado europeo predominan los contratos basados en la documentación original de 1999 publicada por la International Swaps and Derivatives Association (ISDA), en las de Estados Unidos abundan más los contratos basados en las revisiones más restrictivas que se realizaron en 2001 de las ISDA Credit Definitions de 1999 (véase el Gráfico VI.12). El mercado se fragmentó aún más a mediados de 2002, tras el ejercicio de los *swaps* de incumplimiento crediticio relacionados con Xerox. El caso de Xerox llevó a algunos de los mayores vendedores de protección frente al crédito, especialmente a los avalistas financieros y a otras compañías de seguros, a negarse a firmar contratos que incluyeran cualquier tipo de reestructuración como evento de incumplimiento. Sostenían que la refinanciación de los préstamos que desencadenaron los *swaps* relacionados con Xerox no se debió a un empeoramiento de la situación financiera de la empresa, por lo que no debería considerarse como un caso de incumplimiento. Especialmente preocupante para los vendedores de protección era la posibilidad de que los agentes de un préstamo sindicado negociaran deliberadamente una reestructuración con la intención de desencadenar un incumplimiento y ejercer un SIC.

La controversia sobre el tratamiento de las reestructuraciones de deuda en los *swaps* de incumplimiento ...

En mayo de 2003, comenzaron a negociarse contratos que incluían una nueva cláusula de reestructuración, pero no está claro si la definición revisada llevará a la convergencia. En Europa, los compradores de protección frente al crédito, especialmente los bancos, prefieren contratos que contengan una amplia definición de reestructuración, ya que las dificultades de pago normalmente se resuelven por medio de negociaciones informales entre acreedores y deudores. Las declaraciones formales de quiebra tienden a estar asociadas a problemas de insolvencia, por lo que suelen evitarse. A diferencia de Estados Unidos, donde a las empresas que se declaran en quiebra al amparo del Capítulo 11 se les ofrece la posibilidad de llevar a cabo una reestructuración antes de ser declaradas insolventes, en Europa la declaración formal de quiebra suele ir acompañada de insolvencia. Además, el Nuevo Acuerdo de Capital de Basilea exige que los SIC destinados a reducir las necesidades de capital regulador de los bancos incluyan como un evento de incumplimiento las reestructuraciones que producen pérdidas por créditos, a menos que el banco pueda decidir acerca de la reestructuración.

... podría reducir la liquidez

Financiación de la deuda externa para los mercados emergentes

Las condiciones crediticias en el mercado internacional de deuda fueron un reflejo de las condiciones de los mercados de crédito. Los países fuertemente endeudados perdieron el acceso al mercado a mediados de 2002 y a partir de mediados de octubre gozaron de una continua mejora de los diferenciales. Los acontecimientos políticos centraron la atención de los inversionistas en

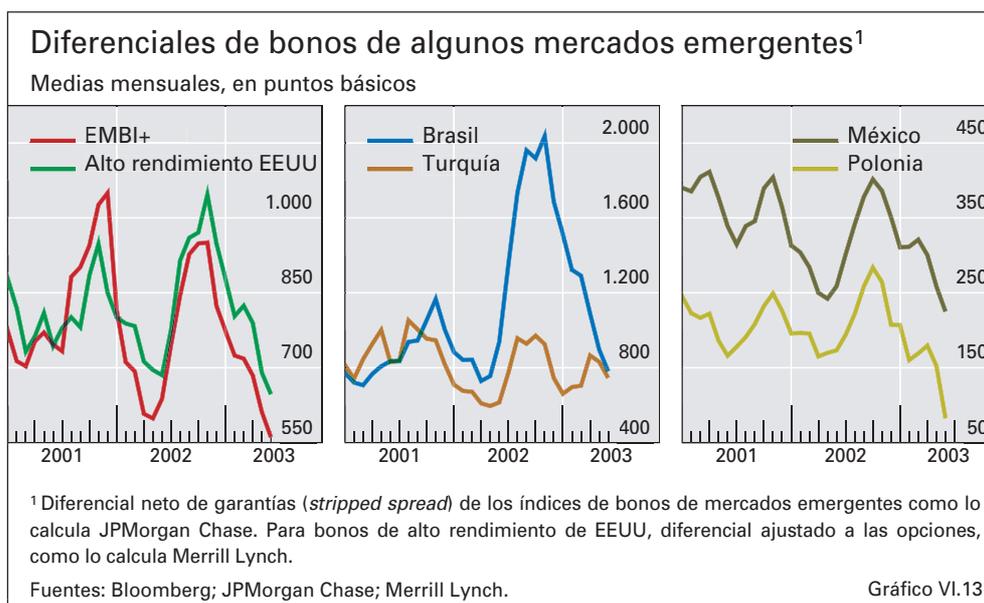
muchos mercados emergentes: en Brasil, Turquía y Ecuador, hubo cambios de Gobierno; en Venezuela y Nigeria, se produjo malestar social; en Colombia e Indonesia, sufrieron atentados; en Corea, la seguridad nacional se vio amenazada; y en Europa central y oriental, se concluyeron las negociaciones de adhesión a la Unión Europea. No obstante, parece que el cambio de actitud de los inversionistas internacionales hacia el riesgo influyó en ocasiones en mayor medida que los acontecimientos locales.

Fuentes de contagio

Conmoción en los mercados brasileño y turco

Brasil y Turquía fueron los países en los que más empeoró el acceso a los mercados internacionales de deuda durante el periodo examinado. En mayo de 2002, cuando un candidato presidencial que los inversionistas consideraban contrario a las políticas orientadas hacia el mercado ganó terreno durante la campaña electoral nacional, los inversionistas comenzaron a liquidar activos brasileños (véase el Gráfico VI.13). Asimismo, la preocupación por la salud del primer ministro de Turquía y la repentina dimisión de varios ministros provocaron una huida de los activos turcos a partir de junio. A finales de julio, el diferencial neto de garantías (*stripped spread*) de los bonos soberanos de Brasil se había triplicado con creces, alcanzando los 2.400 puntos básicos, y el diferencial de los bonos soberanos en Turquía casi se había duplicado, llegando a los 1.000 puntos básicos.

La intervención del FMI a principios de agosto, mediante la conclusión de un nuevo acuerdo de 30 mil millones de dólares con las autoridades brasileñas y el desembolso de los fondos prometidos a Turquía, contribuyó a estabilizar los mercados de deuda y de divisas. Las garantías concedidas por los líderes políticos sobre su compromiso de mantener la disciplina fiscal e introducir reformas estructurales acabaron restaurando ligeramente la confianza y los mercados de Brasil y Turquía se recuperaron significativamente en los últimos meses de 2002 y en 2003.



A pesar de la gravedad de la conmoción sufrida en los mercados de Brasil y Turquía, los acontecimientos ocurridos en estos países apenas afectaron directamente a otros mercados emergentes. Durante el periodo de ventas masivas en Brasil y Turquía, los prestatarios hicieron relativamente menos distinciones entre diferentes prestatarios. Sin embargo, los diferenciales de los bonos en los mercados emergentes tendieron a oscilar en menor correlación durante 2002 que en el transcurso de las crisis financieras anteriores.

El canal más importante de contagio durante el periodo examinado fueron los cambios en la aversión al riesgo de los inversionistas internacionales. La revisión de los precios del riesgo crediticio tras la actualización de los beneficios de WorldCom en junio de 2002 provocó un aumento de los diferenciales crediticios para muchos prestatarios de mercados emergentes. De hecho, en los últimos años las primas de riesgo de todos los mercados emergentes han evolucionado sorprendentemente en el mismo sentido que los diferenciales de la deuda estadounidense de alto rendimiento, a pesar de las diferencias entre las variables fundamentales subyacentes (véase el Gráfico VI.13).

Mientras los países fuertemente endeudados perdieron realmente el acceso a los mercados internacionales de deuda a mediados de 2002, incluso los prestatarios con grado de inversión como México y Polonia vieron cómo aumentaban sus diferenciales soberanos. No obstante, las condiciones crediticias se mantuvieron relativamente favorables para estos prestatarios, ya que el aumento de los diferenciales estuvo contrarrestado por una reducción de los rendimientos en dólares y en euros. En 2002, los prestatarios de los mercados emergentes con grado de inversión representaron un 59% de los préstamos brutos en los mercados internacionales de bonos y de préstamos, en comparación con la cifra del 47% de 2001.

La mejora generalizada de las condiciones crediticias a finales de 2002 y principios de 2003 permitió a los prestatarios de menor calidad volver al mercado internacional de deuda. De hecho, los bajos rendimientos de los instrumentos seguros y líquidos en dólares hicieron que la deuda de los mercados emergentes resultara especialmente atractiva para los inversionistas. Los fondos de inversión en deuda de los mercados emergentes registraron entradas de capital en la primera parte de 2003 y algunos países fuertemente endeudados vieron cómo llegaban inversionistas con ansias de recuperar el rendimiento. Si bien estos países habían adoptado rigurosas medidas para reforzar su posición externa, su acceso a los mercados internacionales continuó mostrándose frágil. En particular, este acceso dependía de una continua mejora de sus políticas, del mantenimiento de la estabilidad macroeconómica y del desembolso de los fondos prometidos.

La banca se orientó hacia prestatarios con mejor calificación

Los cambios que introdujeron los bancos en sus carteras de crédito a los mercados emergentes ilustran hasta qué punto los prestatarios de menor calidad perdieron el acceso a los mercados internacionales en 2002. Los créditos a países con calificación de grado de inversión aumentaron desde un 60% del total de los préstamos bancarios extranjeros a los mercados

La aversión internacional al riesgo influyó más que los acontecimientos locales

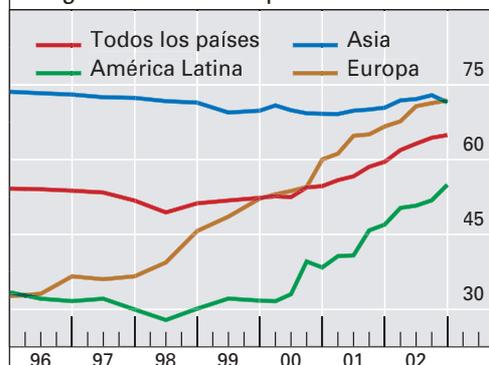
Frágil mejora del acceso a los mercados a principios de 2003

Los bancos redujeron el crédito externo a los prestatarios con peor calificación ...

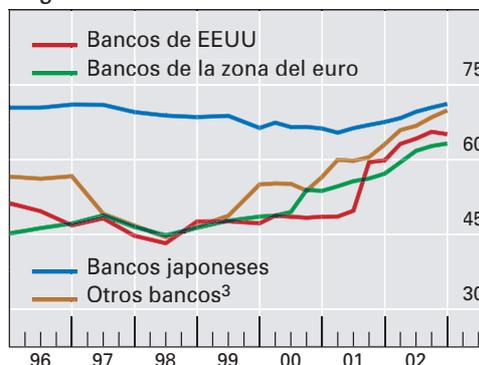
Calidad de los créditos de las carteras de préstamos de los bancos a mercados emergentes¹

Préstamos a países con grado de inversión en porcentaje del total de préstamos²

Según domicilio del prestatario



Según nacionalidad del acreedor



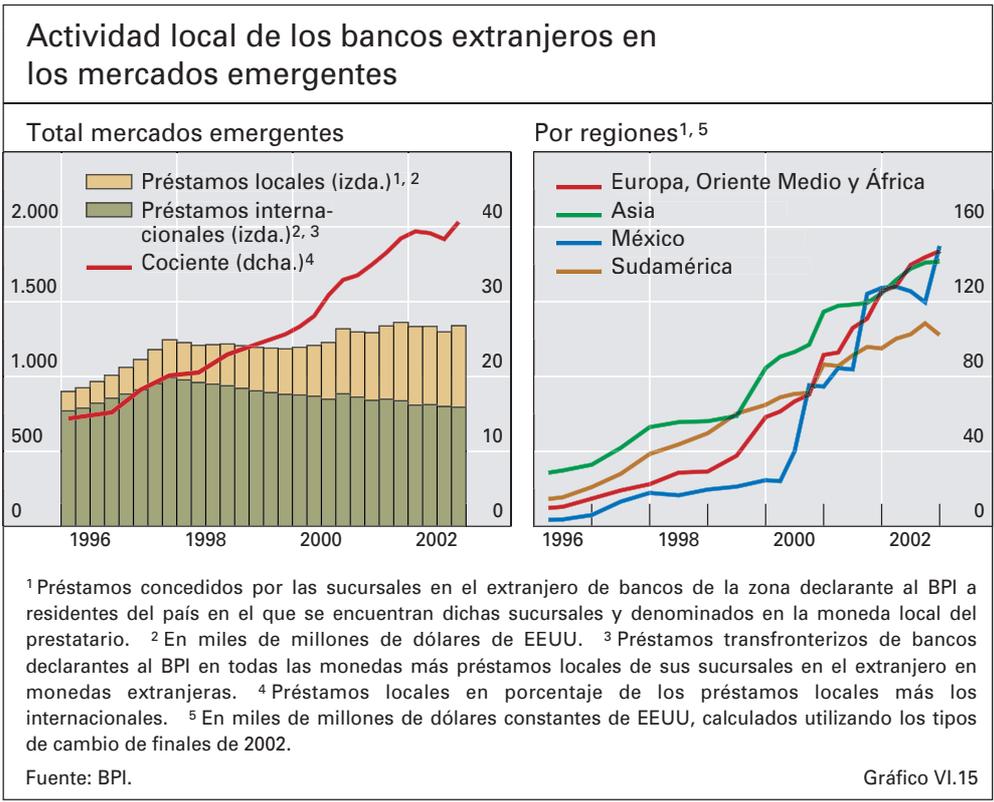
¹Total de préstamos externos concedidos por bancos de la zona declarante al BPI, es decir, préstamos transfronterizos más préstamos locales. ²Préstamos a países BBB- o superior según la calificación de Standard & Poor's a finales de 2002 en porcentaje de los préstamos a todos los mercados emergentes calificados. ³Exceptuando los bancos cuya sede principal está localizada fuera de la zona declarante al BPI. Fuentes: Standard & Poor's; datos nacionales; cálculos del BPI. Gráfico VI.14

emergentes a finales de 2001 hasta un 65% a finales de 2002 (véase el Gráfico VI.14). Los recortes del crédito a Brasil y a otros países de Sudamérica explican en gran medida este aumento. En otras regiones, los bancos también se decantaron por prestatarios con mejor calificación. Además, este cambio fue visible en los diferentes sistemas bancarios, pues todos los bancos asiáticos, europeos y norteamericanos redujeron su exposición a prestamistas que no tuvieran calificación de grado de inversión.

Aunque los bancos recortaron el crédito externo a los prestatarios de menor calidad, no compensaron este desplazamiento con un mayor número de préstamos de mejor calificación. En conjunto, los préstamos bancarios transfronterizos a mercados emergentes se redujeron por quinto año consecutivo. Sin embargo, algunas regiones sí recibieron nuevos créditos bancarios del exterior y los bancos aumentaron especialmente sus préstamos a los países en vías de adhesión a la UE. En otras regiones, principalmente en Asia, la demanda de crédito externo permaneció débil.

... pero continuaron expandiendo sus préstamos locales

Al mismo tiempo, los bancos siguieron expandiendo su presencia local en los mercados emergentes. La experiencia de Argentina había suscitado dudas sobre las futuras actividades de los bancos extranjeros en los mercados emergentes, incluida su disposición a participar en los negocios locales. Desde mediados de los años 90, los bancos de propiedad extranjera habían ido expandiendo su actividad local y a finales de 2001 los préstamos locales en monedas nacionales representaban un 38% de los préstamos bancarios a los mercados emergentes (véase el Gráfico VI.15). Tras la crisis argentina, algunos bancos sí redujeron sus operaciones en Sudamérica, aunque esta reducción se vio compensada con creces por el crecimiento de la actividad local en México, Europa central y oriental y Asia oriental. En consecuencia, los préstamos locales continuaron aumentando y a finales de



2002 ya representaban un 41% de los préstamos totales a los mercados emergentes.

El enigma de los precios de la vivienda

La evolución del mercado bursátil ofrece pistas importantes sobre la futura conducta de los precios de la vivienda. Las carteras de acciones y la vivienda constituyen los mayores componentes de la riqueza de los hogares en los países desarrollados y sus valores tienden a variar al unísono durante largos periodos. De hecho, una de las pautas que más ha llamado la atención en muchos países desarrollados en los últimos 30 años es que un máximo de los precios en los mercados bursátiles suele ir seguido de otro máximo en los mercados de la vivienda. Sin embargo, la ausencia de presiones inflacionarias en el ciclo económico actual y la correspondiente caída de los tipos de interés tras los recientes máximos alcanzados por los precios de las acciones parecen haber alterado esta relación.

Tres años después de que comenzara a desplomarse el mercado bursátil, los precios de la vivienda continuaron subiendo en muchos países. En los cinco años previos al final de 2002, los precios de la vivienda se apreciaron al menos un 50% en el Reino Unido, Australia, España, los Países Bajos e Irlanda y más de un 20% en Estados Unidos, Bélgica y los países nórdicos. Hacia finales de 2002, la subida interanual de los precios de la vivienda ajustados por la inflación fue del 23% en el Reino Unido, del 16% en Australia y del 5% en Estados Unidos. Los precios de la vivienda también han continuado al alza en Canadá, Dinamarca, Italia, Suecia y España. En general, esta subida se vio

Los precios de la vivienda continuaron subiendo a pesar de la caída del mercado bursátil ...

acompañada de un rápido aumento de la deuda de los hogares (véase el Capítulo II).

A finales de 2002 y principios de 2003, se observaron muestras de que los mercados de la vivienda estaban perdiendo fuerza y que incluso podrían haber tocado techo en algunos países. En Australia, la tasa de crecimiento del número de viviendas subastadas y vendidas en Sidney ha disminuido desde junio de 2002. Además, la tasa trimestral de crecimiento de los precios de la vivienda se ha estabilizado en torno al 3–4% en los tres últimos trimestres de 2002, habiendo alcanzado un máximo del 5% en el tercer trimestre de 2001. En España, el crecimiento de los precios de la vivienda también se desaceleró a finales de 2002 y en los Países Bajos se volvió incluso negativo. En el Reino Unido, las transacciones de viviendas alcanzaron su máximo en el tercer trimestre de 2002 y la tasa trimestral de crecimiento de los precios de la vivienda cayó desde un 8,2% en dicho trimestre hasta algo menos de un 2% en el cuarto trimestre. Además, los precios del segmento alto del mercado inmobiliario británico descendieron significativamente el año pasado. La situación estuvo menos clara en Estados Unidos. Durante el cuarto trimestre de 2002, se registró la menor subida trimestral de los precios de la vivienda desde 1997 y la concesión de nuevos permisos de construcción de viviendas privadas cayó un 7% entre febrero y marzo de 2003. Sin embargo, las ventas de viviendas nuevas se recuperaron en marzo de 2003 tras caer en enero y febrero y los tipos de interés hipotecarios se han mantenido cerca del nivel más bajo de los últimos 40 años.

... lo que implica un retardo entre los máximos más largo del previsto

Aunque los precios de la vivienda alcanzaran un máximo en un futuro inmediato, eso implicaría en cualquier caso un retardo entre los máximos del mercado bursátil y los del mercado de la vivienda mayor que la media histórica. Como muestra el Gráfico VI.16, los máximos de los precios de la vivienda han seguido históricamente a los máximos del mercado bursátil con un lapso aproximado de dos años y medio. Entre una muestra de 11 países desarrollados (Australia, Canadá, Dinamarca, Estados Unidos, Italia, Japón, Noruega, los Países Bajos, el Reino Unido, Suecia y Suiza), se registraron 35 máximos en el mercado bursátil y 28 en los precios de la vivienda entre 1970 y finales de 2002. Entre 1972 y 1976, todos los países de la muestra alcanzaron al menos un máximo en los precios de las acciones y nueve también registraron un máximo en los precios de la vivienda. Una vez más, entre 1986 y 1990, los mercados bursátiles alcanzaron su punto más alto en nueve países y poco después se alcanzaron máximos en los precios de la vivienda en ocho de ellos. El análisis estadístico indica que la probabilidad de que se produjese un máximo en los precios de la vivienda en cualquiera de los años del periodo muestral era aproximadamente del 8%. Sin embargo, esta probabilidad aumentaba hasta un 30% al año siguiente a un máximo en el precio de las acciones, y al 70% en los tres años siguientes.

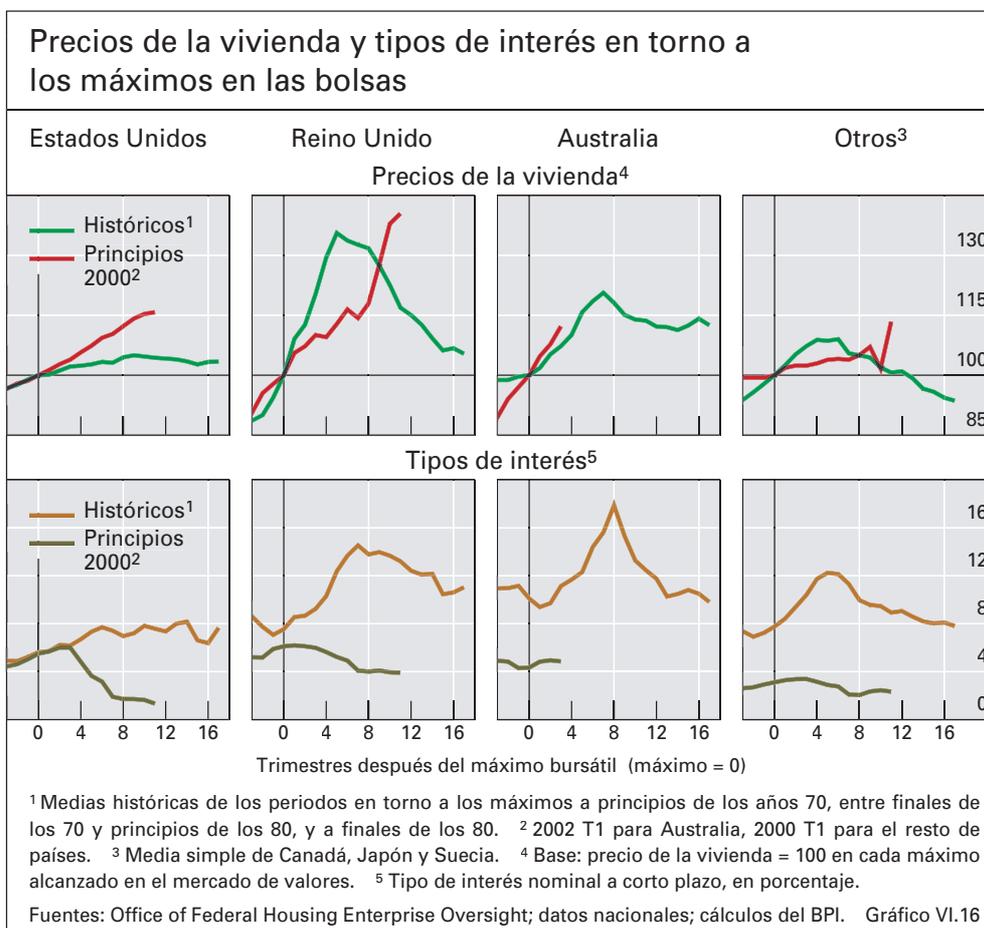
El mayor retardo entre los máximos en el ciclo actual ...

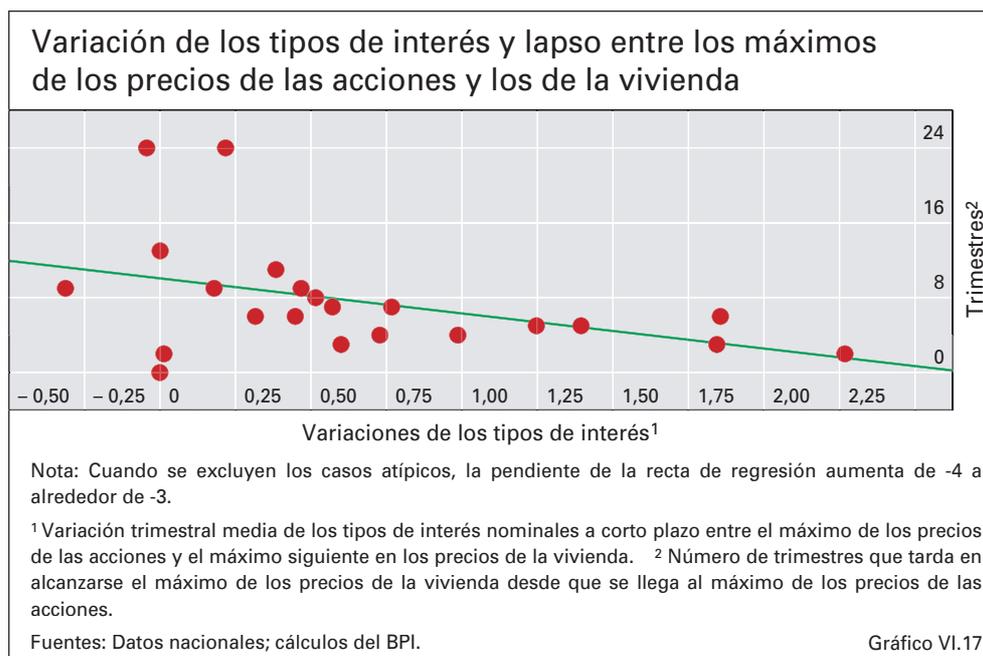
La continua fortaleza de los precios de la vivienda parece estar relacionada con la caída de los tipos de interés. En general, las presiones inflacionarias han sido menores en el ciclo más reciente que en los anteriores, por lo que las autoridades monetarias han podido utilizar un mayor margen de maniobra para recortar los tipos de interés oficiales (véase el Capítulo IV). Como muestra el

Gráfico VI.16, en los periodos precedentes, los tipos de interés a corto plazo en general habían subido durante los dos años posteriores a los máximos de los precios de las acciones, al responder las autoridades monetarias a las presiones inflacionarias. Sin embargo, en el ciclo actual los tipos de interés de muchos países bajaron considerablemente tras el desplome del mercado bursátil del año 2000. Por ejemplo, en Estados Unidos los tipos de interés nominales a corto plazo bajaron desde un 5,6% a mediados de 2000 hasta un 1,7% a mediados de 2002, mientras que los del Reino Unido cayeron desde un 6,1% hasta un 4,1% y los de Canadá desde un 5,9% hasta un 2,6% durante ese mismo periodo. Dado que la vivienda es un bien duradero, esta bajada de los tipos de interés contribuyó a reforzar los precios de la misma, a pesar de la caída de los precios de las acciones.

Los datos de periodos anteriores confirman el argumento anterior. El análisis económico de la experiencia histórica indica que las variaciones de los tipos de interés han influido significativamente en el retardo entre los máximos en los precios de las acciones y en los precios de la vivienda. En una muestra de 22 pares de máximos de los precios de las acciones y de la vivienda registrados entre 1970 y 1999, el lapso medio entre máximos fue aproximadamente de nueve trimestres. Sin embargo, una caída trimestral media de 25 puntos básicos del tipo de interés a corto plazo después de un máximo en los precios de las acciones habría retrasado el máximo de los precios de la vivienda en aproximadamente un trimestre

... se ha debido esencialmente a la caída de los tipos de interés nominales





(véase el Gráfico VI.17). A primera vista, estos resultados implican que la reducción de los tipos de interés oficiales de 475 puntos básicos llevada a cabo en Estados Unidos entre mediados de 2000 y mediados de 2002 habría alargado en algo más de dos trimestres el retardo medio entre los máximos en los precios de las acciones y en los de la vivienda.

Es probable que algunos factores institucionales hayan afectado al grado en que los tipos de interés han influido en los precios de la vivienda en los distintos países. Por ejemplo, el plazo del tipo de interés de referencia de los tipos hipotecarios varía de un país a otro. En concreto, los créditos hipotecarios del Reino Unido y Australia se basan predominantemente en los tipos de interés a tres meses, mientras que los de Canadá se basan en tipos de interés de interés a un año o menos, de manera que los precios de la vivienda en estos países suelen responder más a los tipos de interés a corto plazo. En Alemania, Estados Unidos, Japón y Suecia, y en especial en los Países Bajos, la mayor parte de la financiación mediante créditos hipotecarios está ligada a tipos de interés a largo plazo. Además, los créditos hipotecarios de Estados Unidos destacan por el hecho de que pueden refinanciarse con una escasa penalización, lo que en la práctica ofrece una valiosa oportunidad para los prestatarios de hipotecas y hace que los precios de la vivienda reaccionen ante la volatilidad y ante los niveles de los tipos de interés a largo plazo. Las innovaciones tecnológicas introducidas recientemente por Fannie Mae y Freddie Mac para la tramitación de créditos hipotecarios han hecho que la refinanciación sea más sencilla y menos costosa. *Ceteris paribus*, la vertiginosa caída de los tipos de interés a corto plazo en 2001 habría producido un efecto relativamente mayor en los precios de la vivienda en aquellos países cuyos créditos hipotecarios están ligados a tipos de interés a corto plazo, mientras que el aplanamiento de la curva de rendimientos en 2002 habría tenido más influencia en los países cuyos créditos están ligados a tipos de interés a largo plazo.

VII. El sector financiero

Aspectos más destacados

Durante el periodo analizado, los sistemas financieros de la mayoría de los países industrializados se vieron más presionados, las expectativas de una temprana recuperación económica resultaron ser prematuras y el precio de las acciones cayó aún más. Sin embargo, parece que en general las instituciones financieras capearon con éxito el temporal económico y las presiones sobre el sector financiero no obstaculizaron la oferta de crédito en la mayoría de los países. Cabría señalar que el sistema financiero japonés siguió enfrentándose a grandes dificultades. Además, la rentabilidad de las instituciones financieras alemanas se vio sometida a una mayor presión, debido tanto a deficiencias estructurales crónicas como a influencias cíclicas. En otros países, la rentabilidad de los bancos resistió en general mejor, en parte como resultado de los esfuerzos previos de las entidades bancarias por revisar sus estructuras de costes. En comparación con la desaceleración cíclica anterior, las pérdidas causadas por el deterioro del crédito sólo tuvieron un efecto limitado sobre la rentabilidad, al tiempo que el grado de capitalización continuó en buen estado. A las compañías de seguros no les fue tan bien en general, debido a las cuantiosas pérdidas sufridas en sus carteras de acciones y de bonos.

La notoria capacidad de reacción del sector bancario, que contrasta de manera favorable con el importante deterioro del sector no financiero, fue el resultado de factores tanto cíclicos como estructurales. Aspectos atípicos de la desaceleración económica, entre los que se incluye una orientación muy acomodaticia de la política monetaria, un continuo crecimiento del gasto de los hogares y el mantenimiento del precio de los inmuebles, contuvieron el aumento de las insolvencias con respecto a ciclos pasados e incrementaron los ingresos procedentes de los préstamos a las familias. El principal factor estructural que amortiguó los efectos de la desaceleración fue el uso cada vez mayor de los instrumentos tradicionales de deuda negociable y de préstamos sindicados para mejorar la dispersión del riesgo de crédito por todo el sistema financiero. Además, el desarrollo de nuevos mecanismos de transferencia del riesgo de crédito ha mejorado la capacidad de las instituciones para controlar su exposición al riesgo. A esto hay que añadir que la capitalización del sector bancario era más sólida al principio de la desaceleración actual que en el pasado, como resultado de la larga duración de la expansión anterior y de normas de regulación más estrictas.

De cara al futuro, las mismas razones que explican la capacidad de reacción observada hasta la fecha señalan las fuentes principales de una potencial vulnerabilidad. Un periodo de debilidad económica prolongado,

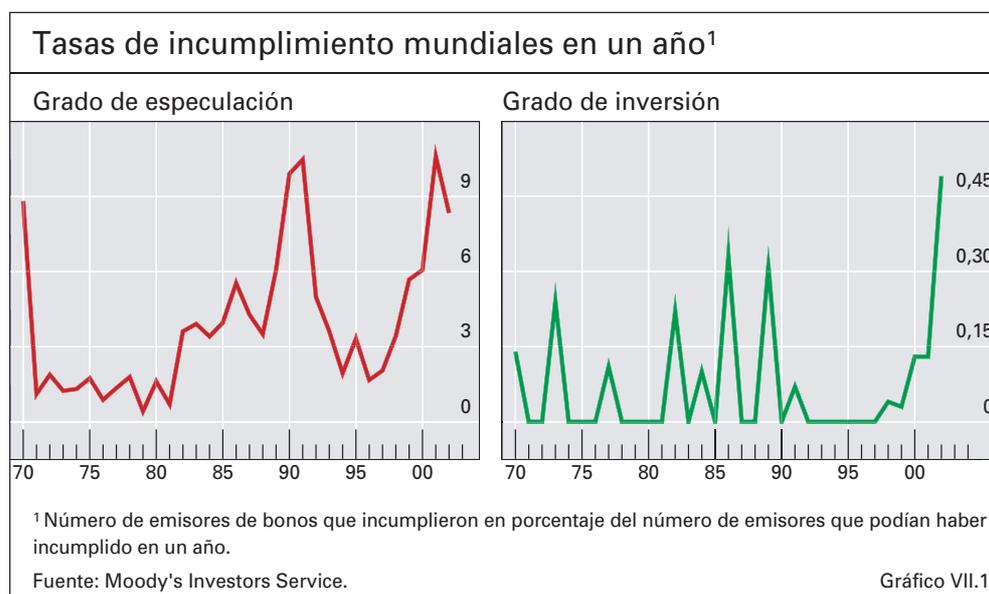
aunque improbable, pondría aún más a prueba la capacidad de absorber pérdidas que tienen las instituciones financieras y los mercados, si es que llegara a materializarse. Si el precio de las acciones siguiera cayendo, podría socavar la solvencia de compañías de seguros y fondos de pensiones, mientras que una bajada del precio de los inmuebles podría dañar tanto a los hogares como al sector inmobiliario con fines comerciales, lo que pondría bajo mayor presión a los prestamistas.

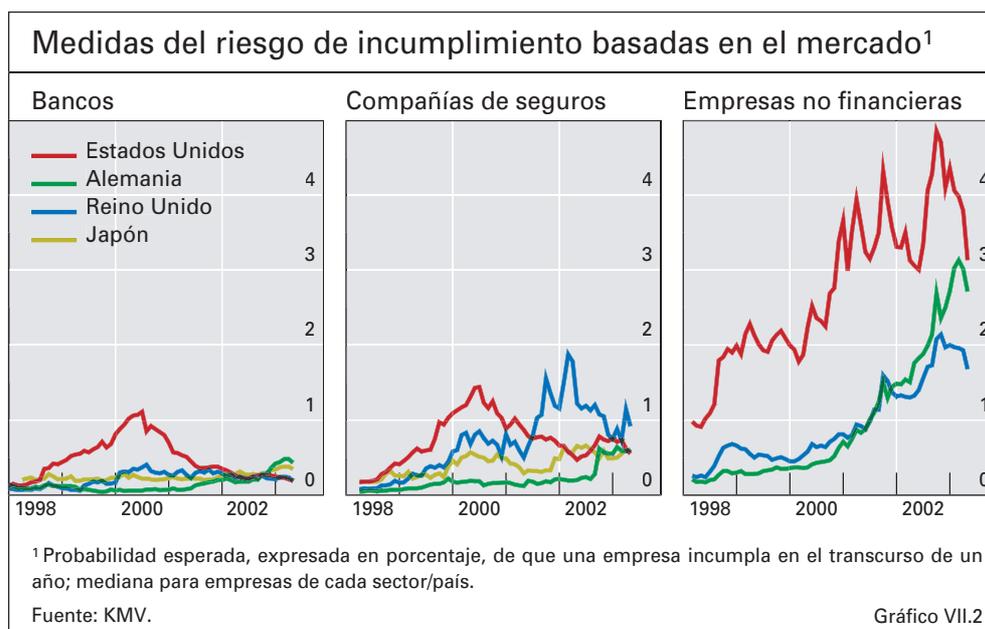
Esta reciente capacidad de recuperación puede interpretarse como un indicador de que los sistemas financieros que han establecido canales alternativos de financiación, tanto a través de instrumentos negociables en el mercado como mediante la intermediación de sus balances, pueden responder de forma más flexible ante acontecimientos económicos adversos. Sin embargo, estos sistemas con canales múltiples plantean nuevos retos para los supervisores prudenciales, en forma de una mayor complejidad de las instituciones individuales y de interrelaciones más profundas entre instituciones y mercados.

La economía y el comportamiento de las instituciones financieras

La débil economía produjo una tensión considerable en las empresas no financieras ...

La gran desaceleración y el ritmo incierto de recuperación de la actividad en la economía mundial ejercieron una tensión añadida en los balances de sociedades no financieras (véanse los Capítulos II y VI). Los impagos de bonos corporativos, así como las pérdidas en caso de incumplimiento, se dispararon durante los últimos años y los incumplimientos alcanzaron o incluso sobrepasaron el máximo registrado a principios de los años 90 (véase el Gráfico VII.1). Mirando adelante, los indicadores de mercado del riesgo en el sector no financiero de algunos países, que aumentaron considerablemente durante los últimos años, permanecen en valores elevados, lo que hace pensar que los participantes del mercado prevén que continúe el clima adverso para el crédito en un futuro próximo (véase el Gráfico VII.2).





En contraste con las grandes dificultades a las que tuvieron que hacer frente las empresas no financieras, el sector financiero en la mayoría de los países permaneció relativamente fuerte. La rentabilidad de los bancos experimentó una leve reducción, pero en general se mantuvo en niveles aceptables si se tiene en cuenta la delicada situación económica. En cambio, las compañías de seguros presentaron más síntomas de tensión, con pérdidas de cartera que ocasionaron en algunos casos serias dificultades. Aún así, los indicadores de mercado sobre el riesgo para los bancos y las compañías de seguros permanecieron en niveles bajos con respecto a los de las sociedades no financieras, aunque el riesgo de incumplimiento en el sector asegurador aumentó el año pasado. Las bajas cotas de los indicadores de riesgo para las instituciones financieras japonesas pueden reflejar las expectativas de una actuación por parte del Gobierno, dadas las conocidas dificultades por las que atraviesan estas instituciones.

La reciente capacidad de reacción mostrada por los bancos contrasta de manera favorable con el comportamiento que tuvieron en desaceleraciones anteriores, cuando en ocasiones el deterioro en la calidad de los activos causó dificultades generalizadas. En algunos casos, quebraron importantes instituciones financieras e incluso cuando no se produjeron quiebras bancarias importantes, los consiguientes ajustes del crédito y la inversión tuvieron a veces un gran impacto en la coyuntura económica. Por ejemplo, los vientos de proa contra el sector financiero debilitaron la actividad económica en Estados Unidos, el Reino Unido y Australia a comienzos de la década de los 90.

Bancos comerciales

Mientras que los bancos se han mantenido en general bastante bien durante el periodo analizado, sí se han registrado diferencias importantes de comportamiento entre los países y las líneas de negocios (véase el Cuadro VII.1). Continuaron las grandes dificultades para los bancos japoneses,

... a pesar de que a las instituciones financieras les fue mejor ...

... también con respecto a ciclos anteriores

El comportamiento de los bancos varió ...

Rentabilidad de los principales bancos¹

En porcentaje de los activos totales medios

	Beneficios antes de impuestos			Dotación de provisiones			Margen de intermediación			Gastos de explotación		
	2000	2001	2002	2000	2001	2002	2000	2001	2002	2000	2001	2002
Alemania (4)	0,53	0,14	0,05	0,17	0,24	0,39	0,83	0,90	0,80	1,62	1,62	1,50
Australia (4)	1,85	1,47	1,49	0,20	0,27	0,26	2,42	2,22	2,16	2,39	2,15	2,29
Canadá (6)	1,26	0,92	0,61	0,29	0,41	0,59	1,89	1,95	2,06	2,76	2,84	2,76
España (4)	1,33	1,20	0,93	0,35	0,44	0,49	2,65	2,86	2,66	2,63	2,60	2,37
Estados Unidos (10)	1,86	1,49	1,66	0,56	0,71	0,72	3,07	3,10	3,11	4,45	4,06	3,46
Francia (4)	0,85	0,74	0,58	0,17	0,22	0,20	0,93	0,94	1,03	1,94	1,87	1,81
Italia (6)	1,15	0,81	0,48	0,44	0,55	0,67	2,06	2,04	2,16	2,37	2,39	2,61
Japón ² (12)	0,13	-0,93	0,04	0,81	1,36	0,28	1,08	1,14	0,81	1,14	1,20	0,82
Reino Unido (4)	1,65	1,27	1,11	0,29	0,31	0,36	2,36	2,07	2,02	2,68	2,48	2,40
Suecia (4)	1,16	0,82	0,70	0,06	0,10	0,09	1,60	1,49	1,48	1,72	1,51	1,44
Suiza (2)	0,96	0,42	0,08	0,04	0,14	0,21	0,73	0,68	0,84	2,87	2,91	2,47

¹ Las cifras que figuran entre paréntesis indican el número de bancos incluidos. En el caso de Japón, el número de bancos pasó a ser 13 en 2002 tras una fusión. ² Ejercicios fiscales; para 2002, datos provisionales de septiembre.

Fuente: Fitch Ratings.

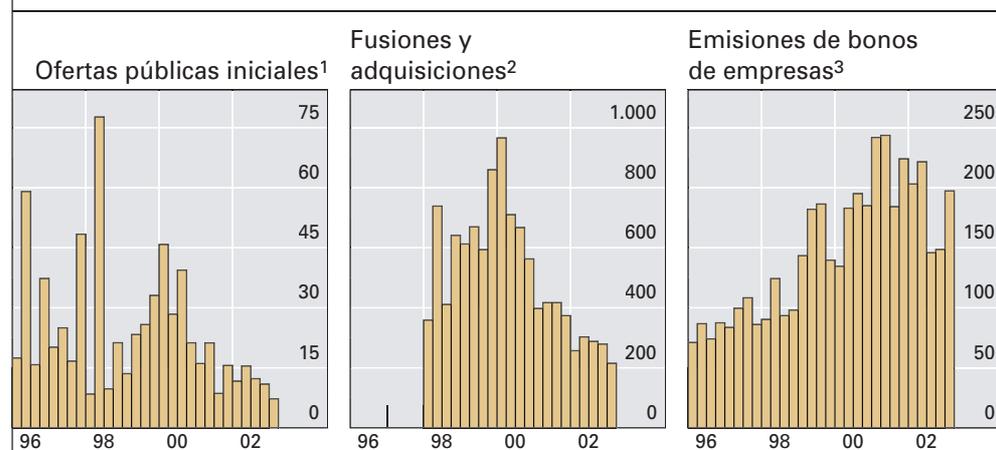
Cuadro VII.1

a pesar de los importantes esfuerzos por eliminar préstamos incobrables y emitir nuevo capital. En Alemania, la situación de relativa debilidad económica se dejó sentir con crudeza en los bancos comerciales. Además, las presiones estructurales en la rentabilidad de la banca minorista hicieron que las operaciones en dicha línea de negocio no pudieran servir como factor compensador, como ocurrió en otros países. En todas las jurisdicciones, las grandes instituciones mayoristas afrontaron una disminución de los ingresos por actividad en el mercado de capitales. La caída de los precios de las

... de un país
a otro ...

Indicadores de actividad de la banca de inversión

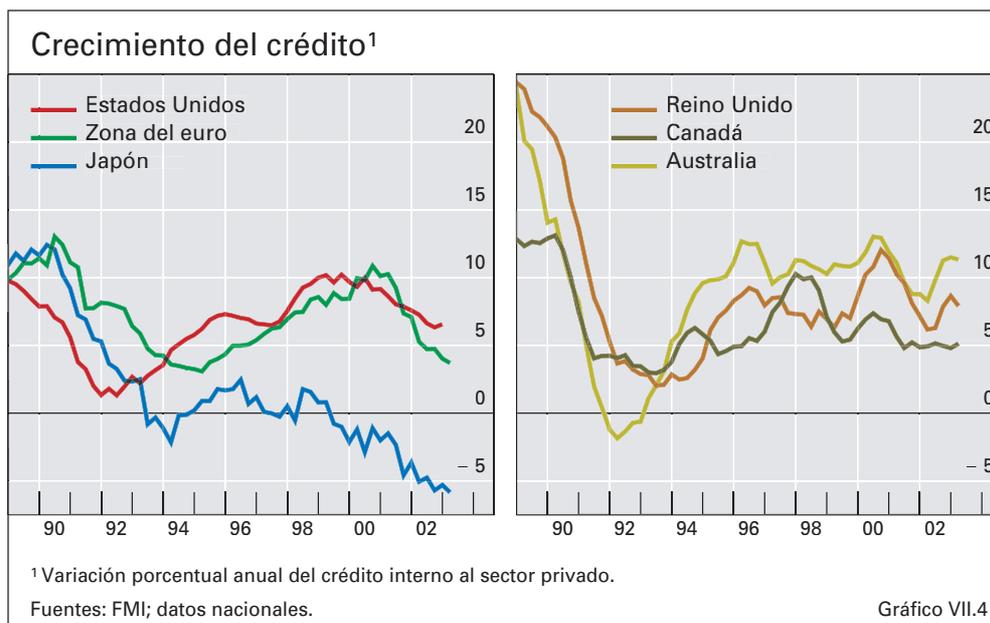
En miles de millones de dólares de EEUU



¹ Alemania, Estados Unidos, Japón y el Reino Unido. ² Importe mundial de las transacciones anunciadas, excluidas las interrumpidas. ³ Importe mundial de las emisiones de bonos y europagarés anunciadas o realizadas.

Fuentes: Bloomberg; BPI.

Gráfico VII.3

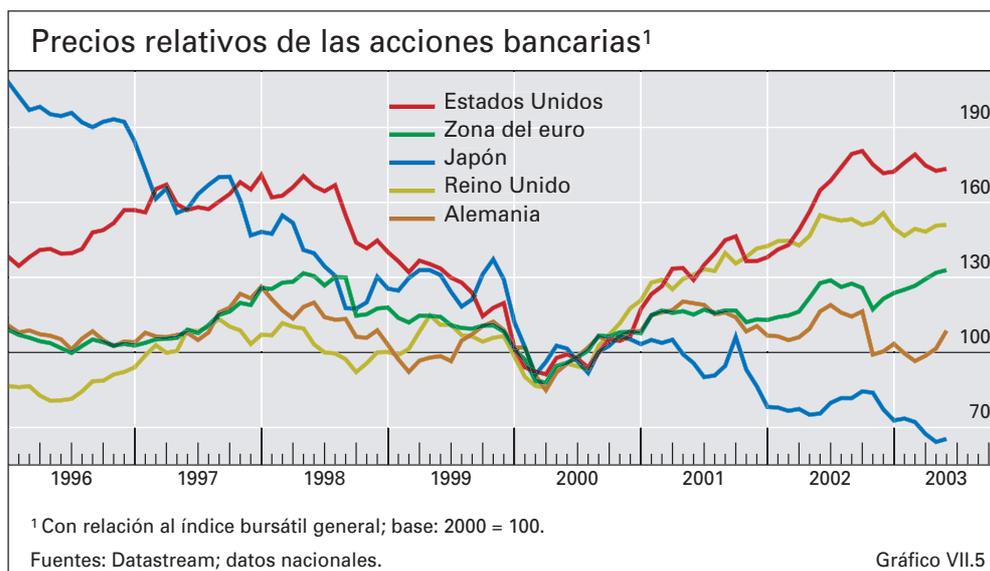


acciones, el débil gasto en inversión y el esfuerzo por parte de empresas no financieras por reforzar sus balances redujeron el ritmo de las fusiones, adquisiciones y ofertas públicas iniciales (véase el Gráfico VII.3). Resultó positivo que el crédito a los hogares permaneciera relativamente fuerte en muchos países, impulsando así el crecimiento generalizado del crédito y los beneficios de los prestamistas a los hogares (véase el Gráfico VII.4). Además, los esfuerzos constantes de los bancos para aumentar su eficiencia y reducir costes contribuyeron a mantener los ingresos.

... y de una línea de negocio a otra

En Estados Unidos, los bancos comerciales lograron obtener resultados muy positivos a pesar del entorno difícil, estimulando el precio de sus acciones con respecto al mercado en su conjunto (véase el Gráfico VII.5). Al expandirse la economía de Estados Unidos a un ritmo un poco más rápido

Los bancos de EEUU tuvieron un buen comportamiento ...

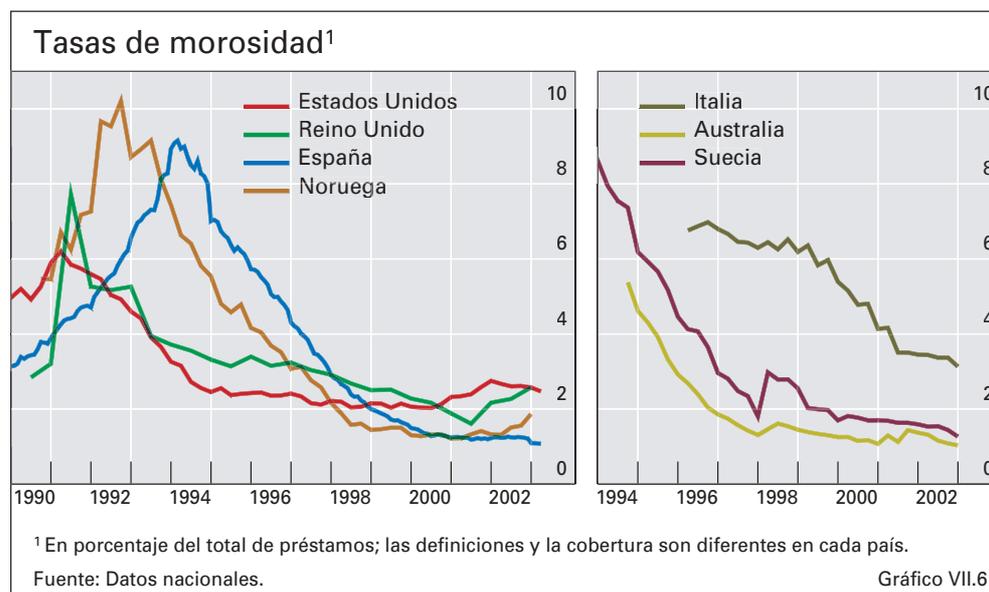


que en Europa o Japón, las insolvencias apenas variaron con respecto a 2001 y los indicadores generales de la calidad de los préstamos mejoraron ligeramente (véase el Gráfico VII.6). El fuerte gasto de los hogares en bienes de consumo (en especial automóviles) sostuvo el crédito al consumo y la continua fortaleza del mercado de la vivienda favoreció el crecimiento de las hipotecas. La rentabilidad del crédito hipotecario también se reforzó con el cobro de las comisiones derivadas del auge de las refinanciaciones hipotecarias. Un clima de bajos rendimientos, unido a una gran preocupación por el riesgo, fortaleció la afluencia de depósitos a los bancos, lo que mantuvo los costes de financiación bajos y sostuvo los márgenes de intermediación. Por último, el gasto no derivado de los intereses en proporción a los activos cayó en gran medida el año pasado, posiblemente como reflejo de los esfuerzos por recortar costes, aunque la reducción se debió asimismo a un cambio en el tratamiento contable del fondo de comercio.

... al igual que los bancos de la mayoría de los países europeos

Los resultados de los bancos europeos generalmente no fueron tan positivos como los de los estadounidenses, aunque sus ingresos en concepto de intereses y de comisiones permanecieron relativamente altos y las provisiones para insolvencias aumentaron sólo ligeramente. La clientela minorista y empresarial de origen local bien consolidada proporcionó una financiación a bajo coste y sustentó el ingreso por comisiones por parte de los bancos. Los beneficios del sector bancario aumentaron en algunos casos gracias a los buenos resultados obtenidos a través de la reducción de costes a través de la inversión en tecnología, la reestructuración y la racionalización de operaciones tras la consolidación de finales de los años 90. Al modificar precios y reestructurar sus carteras de productos, muchos bancos pudieron mantener el crecimiento de sus ingresos con relación a los costes, esfuerzo al que contribuyeron los aumentos de ingresos procedentes de la oferta de una nueva gama de productos destinados a los hogares.

La principal excepción la constituyó la banca alemana, en la que una confluencia de factores cíclicos e institucionales puso de relieve problemas

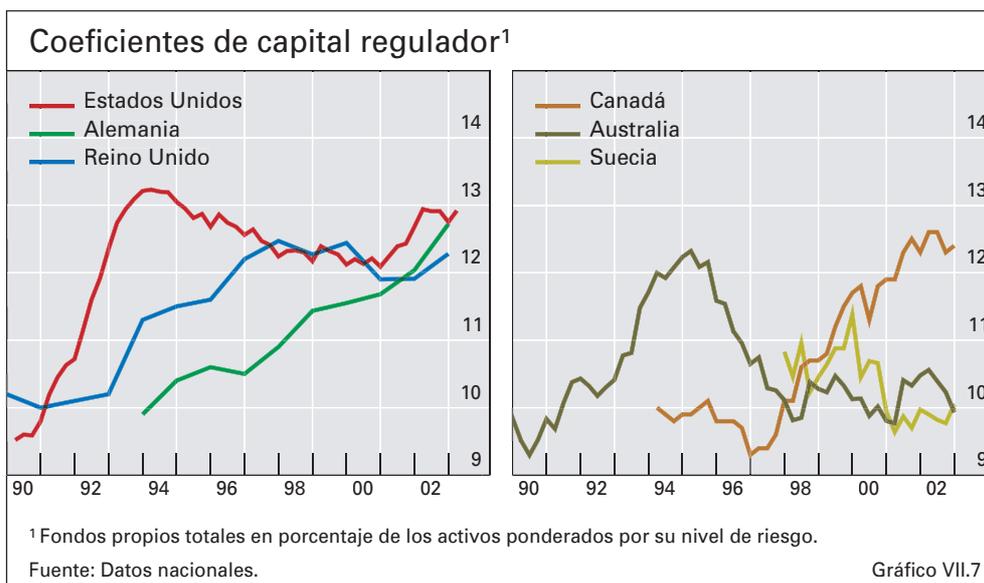


estructurales identificados hace tiempo. El sector bancario alemán se vio afectado por factores cíclicos, debido a la mayor gravedad de la desaceleración económica en su mercado interno. Además, los márgenes crónicamente reducidos, resultantes de un sistema bancario fragmentado y de la competencia intensa por parte de una serie de instituciones regionales respaldadas por el Estado, no lograron compensar las pérdidas por insolvencias, poniendo en peligro el colchón de capital acumulado durante la década de los 90. En el panorama actual, a algunos bancos les puede resultar difícil generar los beneficios que serían necesarios para hacer frente a una nueva reducción significativa de la calidad de los activos, aunque el sector bancario alemán se encuentra en conjunto adecuadamente capitalizado (véase el Gráfico VII.7). De hecho, debido a las presiones sobre los beneficios bancarios y a los esfuerzos por fijar el precio de tales préstamos en consonancia con los riesgos, los bancos alemanes podrían haber aumentado ya los márgenes en los préstamos a pequeñas y medianas empresas (lo que podría perjudicar a esas empresas). De cara al futuro, el esperado fin de las garantías gubernamentales explícitas a cajas de ahorro y bancos regionales en 2005 debería contribuir a suavizar las presiones sobre los márgenes de los bancos alemanes a más largo plazo.

Los bancos alemanes tuvieron que lidiar con grandes dificultades

Las condiciones bancarias en Japón continuaron difíciles, ya que la débil actividad económica y nuevas caídas de los precios aumentaron la presión para las entidades bancarias. Los bancos japoneses, apremiados por las nuevas normas de regulación para la valoración de los créditos concedidos a empresas en dificultades, adoptaron una actitud más agresiva para combatir los graves problemas de los préstamos en mora. En el ejercicio fiscal de 2002, los mayores bancos japoneses registraron pérdidas superiores a 3 billones de yenes en sus carteras de acciones y realizaron provisiones para insolvencias por un importe superior a 5 billones de yenes; así pues, las pérdidas registradas ese año ascendieron a más de 4 billones de yenes.

Los bancos japoneses continuaron batallando



A fin de aumentar su coeficiente de capital, estos bancos emitieron unos 2 billones de yenes en instrumentos de capital, entre los que se incluyen acciones ordinarias, preferentes y preferentes de conversión obligatoria (véase el Capítulo VI). Sin embargo, en algunos casos estos instrumentos se vendieron a otras partes vinculadas al banco o a clientes del banco que los emitía, por lo que no puede afirmarse que el nuevo capital reflejara la confianza por parte de inversionistas externos. A pesar de estas nuevas emisiones, los coeficientes de capital cayeron considerablemente en varios de los principales bancos japoneses, acabando el ejercicio fiscal en algunos casos muy por debajo del 10%, a pesar de las inyecciones previas de fondos públicos. Además, sus niveles actuales de capitalización pueden ser considerablemente inferiores a lo que parece, ya que una importante parte del capital representa activos impositivos diferidos que sólo pueden materializarse si los bancos generan beneficios importantes en un futuro cercano. De hecho, en respuesta a las dudas de los auditores en relación con las estimaciones de los beneficios futuros, un banco de grandes dimensiones redujo el valor anunciado de sus activos impositivos diferidos hasta el punto de provocar la intervención oficial.

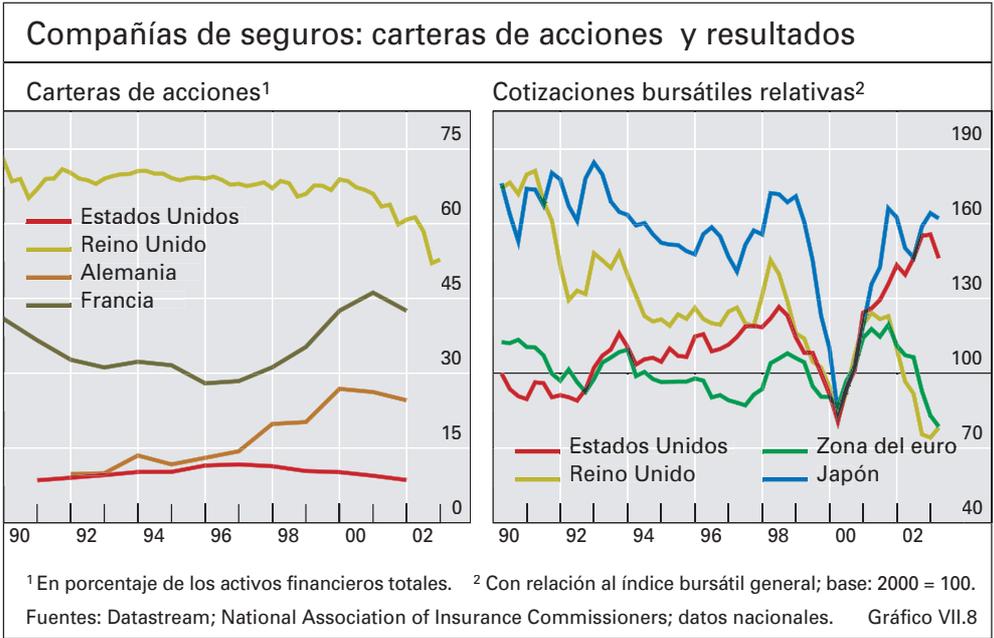
Compañías de seguros

El sector asegurador obtuvo peores resultados que los bancos ...

El pasado año, los resultados del sector asegurador fueron sustancialmente inferiores a los de los bancos, debido en gran medida a los escasos rendimientos de sus carteras de inversión en 2002, lo que redujo los beneficios e incluso provocó pérdidas. En cuanto a los seguros de vida, las ganancias se vieron aún más reducidas en este sector por los elevados rendimientos garantizados en las pólizas. En lo que se refiere a los seguros distintos a los de vida, incluido el reaseguro, los bajos rendimientos de la inversión quedaron compensados parcialmente con aumentos de los ingresos de explotación. Los ingresos en concepto de primas se fortalecieron y las reclamaciones por siniestros, que se habían disparado en 2001 como consecuencia de los atentados en Estados Unidos y de una serie de catástrofes naturales, volvieron a niveles más normales.

... debido a pérdidas de inversión

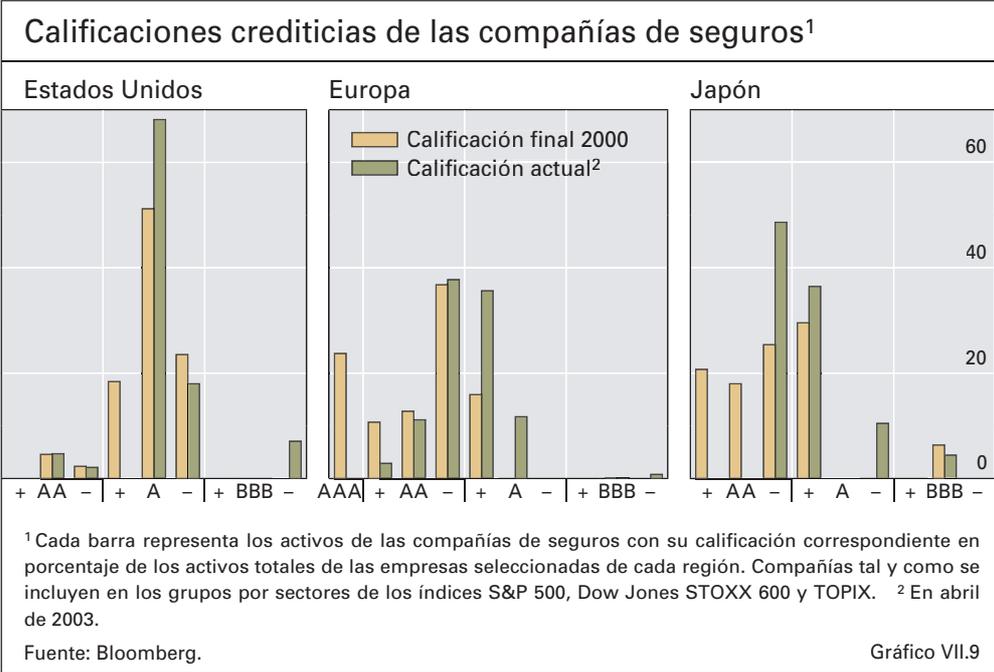
Los escasos rendimientos de las inversiones de las compañías de seguros se debieron a dos factores. Primero, los rendimientos de los nuevos instrumentos de renta fija se redujeron enormemente debido a la marcada relajación de la política monetaria. Más importancia tuvo la caída de los precios de las acciones y de los bonos corporativos, que redujo el valor de las carteras de las compañías de seguros. Además, con la legislación vigente en materia contable para las aseguradoras en muchos países es posible que todas estas pérdidas no se hayan reflejado todavía en las cuentas de las compañías. Analizando las distintas regiones, parece que unas mayores exposiciones en las bolsas están relacionadas con un menor rendimiento del precio de las acciones del sector asegurador (véase el Gráfico VII.8). Ejemplo de lo anterior son los resultados relativos del sector asegurador en el Reino Unido y en Estados Unidos. Las compañías de seguros británicas han mantenido tradicionalmente grandes carteras de acciones y se han visto seriamente afectadas por las actuales condiciones



del mercado, mientras que la mayoría de las compañías de seguros estadounidenses vieron limitada su exposición a los mercados bursátiles mediante regulación.

Las pérdidas en las inversiones, al igual que los escasos ingresos de explotación, amenazaron la solvencia de varias compañías de seguros en 2002. En algunos casos, las compañías respondieron recortando dividendos o emitiendo más capital para reforzar sus balances. En otros casos, algunas empresas aseguradoras vieron cómo se les reducía su calificación crediticia (véase el Gráfico VII.9), y algunas de menor tamaño quebraron. Las

Las calificaciones de las aseguradoras se vieron afectadas



reducciones de la calificación crediticia fueron más habituales en Europa y en Japón que en Estados Unidos. No obstante, a pesar de estos cambios, la calificación crediticia media de las compañías de seguros en Europa permaneció más elevada que en Estados Unidos.

Factores de la reacción

La capacidad de reacción del sector financiero refleja factores tanto cíclicos como estructurales

En la mayoría de los países industrializados, la capacidad de reacción mostrada recientemente por las entidades bancarias fue posible merced a factores cíclicos y estructurales. En lo que se refiere a los primeros, la última desaceleración de la economía ha sido atípica por cuanto que limitó el aumento de las pérdidas por préstamos con respecto a la experiencia reciente, a pesar de los considerables problemas a los que hicieron frente muchas empresas no financieras. En cuanto a los factores estructurales, es indudable que los sistemas de gestión del riesgo de los bancos han mejorado sustancialmente durante los últimos años y los cambios en los mercados financieros han facilitado la dispersión del riesgo de crédito a través del sector financiero.

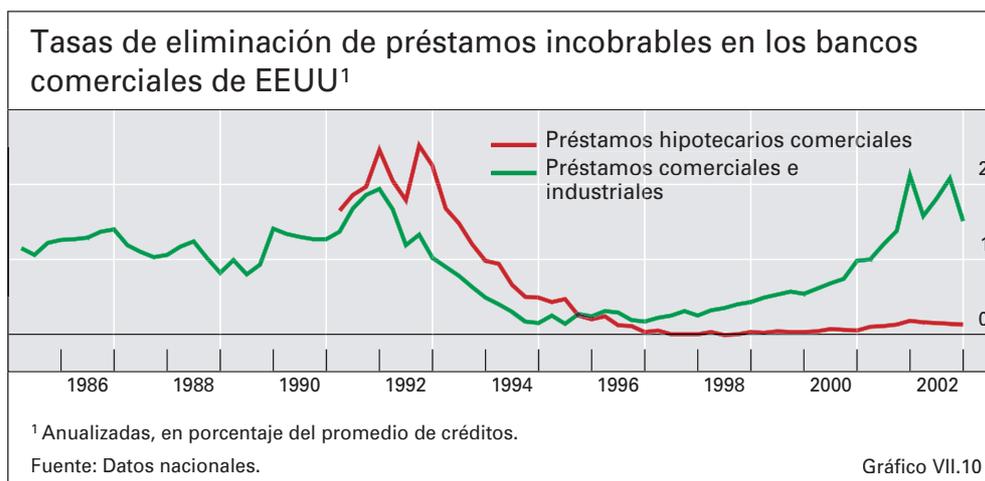
Factores cíclicos

El ciclo reciente ha sido atípico

Dos rasgos atípicos de la reciente desaceleración económica ayudaron a atenuar su impacto en los intermediarios, especialmente en los bancos. En primer lugar, como se analiza en el Capítulo II, esta desaceleración se debió principalmente a una remisión espontánea del auge impulsado por la inversión, que había ido acompañado de valoraciones excesivas de las acciones, y no tanto al resultado de un endurecimiento de la política monetaria para dar respuesta a crecientes presiones inflacionistas. En consecuencia, la política monetaria se volvió significativamente más laxa a medida que se fue desacelerando la economía. Los tipos de interés más bajos contribuyeron a la segunda característica atípica de la desaceleración, a saber, la relativa fuerza de los precios de la propiedad inmobiliaria. La vivienda siguió encareciéndose y los precios incluso se dispararon en algunos países (véase el Capítulo VI). Aunque los precios de los inmuebles comerciales se moderaron, en general no cayeron en la medida observada durante muchas desaceleraciones anteriores.

La calidad del crédito se deterioró menos que en ciclos anteriores ...

Con tipos de interés más bajos reduciendo la carga del servicio de la deuda y elevados precios de bienes inmuebles reforzando los balances, la calidad del crédito se deterioró bastante menos que durante desaceleraciones anteriores. Lo cierto es que la debilidad de la economía y la corrección de los excesos en una serie de sectores (incluido el sector de las telecomunicaciones y la tecnología informática) produjo un aumento sustancial de las pérdidas en los préstamos comerciales e industriales (véase el Gráfico VII.10). Sin embargo, las pérdidas derivadas de la financiación de bienes inmuebles, especialmente los créditos hipotecarios comerciales, siguieron situándose en niveles bajos. Por el contrario, aquellos inversionistas (sobre todo las compañías de seguros) que contaban con una mayor exposición a la renta variable y no tenían flexibilidad en los costes de sus pasivos sufrieron pérdidas



más sustanciales durante el ciclo reciente, a raíz del desmesurado descenso de los precios de las acciones y de la pronunciada caída de los tipos de interés a largo plazo.

El deterioro, relativamente leve, que sufrió el sector inmobiliario comercial en muchos países se explica en gran medida por la inexistencia de un auge en el sector durante la expansión anterior. Al contrario de lo ocurrido con los inmuebles destinados a vivienda, los precios de los inmuebles comerciales se mantuvieron bastante por debajo de sus máximos anteriores (véase el Cuadro VII.2). Asimismo, la actividad en el sector de la construcción permaneció en niveles moderados en la mayoría de los países. Así pues, cuando la economía se frenó, los aumentos de las tasas de desocupación de los inmuebles comerciales y los descensos de los alquileres y de los precios fueron por lo general moderados, lo que redujo la presión a la que estaban sometidos los prestatarios. Es cierto que los aumentos de las tasas de desocupación de los inmuebles comerciales tal vez no reflejen suficientemente la capacidad no utilizada, en la medida en que los actuales arrendatarios pueden querer subarrendar espacio que ya no necesitan. En tales casos, sin embargo, los propietarios siguen recibiendo su alquiler, lo que les permite cumplir, a su vez, con el servicio de sus deudas.

Al ser el exceso de construcción menos notorio que en el pasado, la evolución de los inmuebles comerciales dependió del vigor de la demanda de espacio. El continuo crecimiento del gasto de consumo en muchos países estimuló la demanda de inmuebles comerciales. Por el contrario, los locales de oficinas e industriales se vieron especialmente afectados en los mercados en los que la situación económica era débil, ya sea por un frágil comportamiento general, como en el caso de Alemania, o por problemas relativos a un sector concreto, como en Silicon Valley de Estados Unidos. Los bienes raíces comerciales en algunos centros financieros se vieron seriamente afectados por la disminución de la actividad de la banca de inversión, mientras que aquellos situados en ciudades con negocios más variados tuvieron una evolución más positiva.

... especialmente los créditos destinados a bienes inmuebles

El comportamiento de los bienes raíces comerciales dependió de la demanda

Precios del sector inmobiliario								
	Inmuebles de uso comercial ¹			Viviendas			Pro memoria: deuda de los hogares ²	
	1995-2002	2002	2002	1995-2002	2002	2002	1995-2002	2002
	Variación nominal ³		Nivel ⁴	Variación nominal ³		Nivel ⁴	Variación nominal ³	
	Nominal		Real	Nominal		Real	Nominal	
Alemania	4,1	-14,2	63	0,0	1,0	84	4,4	2,5
Australia	2,5	-7,8	44	9,0	18,5	100	11,9	12,4
Bélgica	4,0	0,4	78	5,2	6,5	100	5,1	1,5
Canadá	4,6	-0,5	52	3,6	10,3	94	6,0	7,8
Dinamarca	7,2	8,0	85	7,0	3,4	100	7,9	5,9
España	12,5	-20,5	49	9,8	17,4	100	13,2	6,2
Estados Unidos	3,2	-5,6	37	5,8	6,9	100	8,1	8,9
Finlandia	3,3	-2,3	59	8,2	8,7	79	4,3	4,7
Francia	5,9	-4,3	64	4,8	6,7	100	6,2	6,2
Irlanda	14,3	-3,0	91	14,5	14,2	100	...	...
Italia	11,6	5,5	84	3,7	10,0	94	8,1	6,3
Japón ⁵	-8,7	-10,0	38	-3,0	-4,6	69	0,3	-2,4
Noruega	5,6	-2,9	43	8,9	5,6	97	7,6	6,1
Países Bajos	7,5	-11,8	86	11,2	4,5	99	12,7	7,0
Reino Unido	2,8	-3,7	35	11,8	23,9	100	8,6	13,0
Suecia	4,9	-7,4	52	8,0	9,2	100	7,1	8,2
Suiza	0,2	-1,6	61	0,1	4,9	66	3,3	3,3

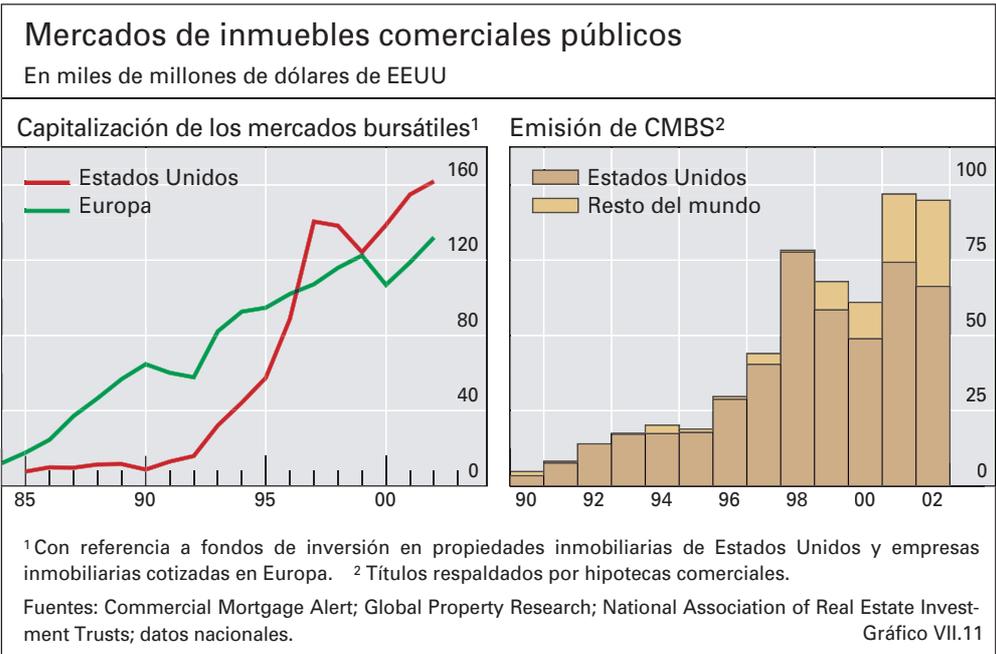
¹ Para Australia, Bélgica, España e Italia, inmuebles de primera calidad en las principales ciudades. ² Concepto basado en las cuentas financieras en sentido amplio donde sea posible; de lo contrario, crédito bancario; cifras parcialmente estimadas. ³ Variación porcentual anual. ⁴ Periodo en el que los precios en términos reales de los inmuebles comerciales y residenciales alcanzaron su nivel máximo. ⁵ Precios del suelo.

Fuentes: Catella Property Consultants; Frank Russell Canada Ltd; Investment Property Databank Ltd; Jones Lang LaSalle; National Council of Real Estate Investment Fiduciaries; Nomisma; Office of Federal Housing Enterprise Oversight; Sadolin & Albæk; Wüest & Partner; datos nacionales; estimaciones del BPI. Cuadro VII.2

La falta de excesos refleja las pérdidas anteriores ...

La relativa falta de excesos en el mercado de inmuebles comerciales durante el último ciclo demostró la existencia de una serie de factores. Las pérdidas ocurridas durante el desplome del sector inmobiliario comercial a principios de la década de los 90 parecen haber inspirado cautela entre los inversionistas y prestamistas y un mayor escrutinio de los proyectos. Asimismo, la gradual absorción del exceso de capacidad posibilitado por la temprana ola de construcciones es probable que haya dificultado otras inversiones futuras. La mayor relevancia adquirida por las fuentes de financiación de mercado, incluidos los fondos de inversión inmobiliaria, las sociedades inmobiliarias que cotizan en bolsa y los títulos respaldados por hipotecas comerciales, también podrían haber contribuido a la relativa estabilidad del sector (véase el Gráfico VII.11). La evolución de estas fuentes de financiación abiertas al público aumentó sin duda la transparencia y la disciplina del mercado, al tiempo que permitió una mayor distribución de los riesgos, reduciendo así los riesgos asumidos por los prestamistas ante determinados proyectos. Por último, dichos instrumentos facilitaron el acceso al mercado inmobiliario comercial por parte de nuevos inversionistas, con el potencial de incrementar el flujo

... y una supervisión del mercado más de cerca

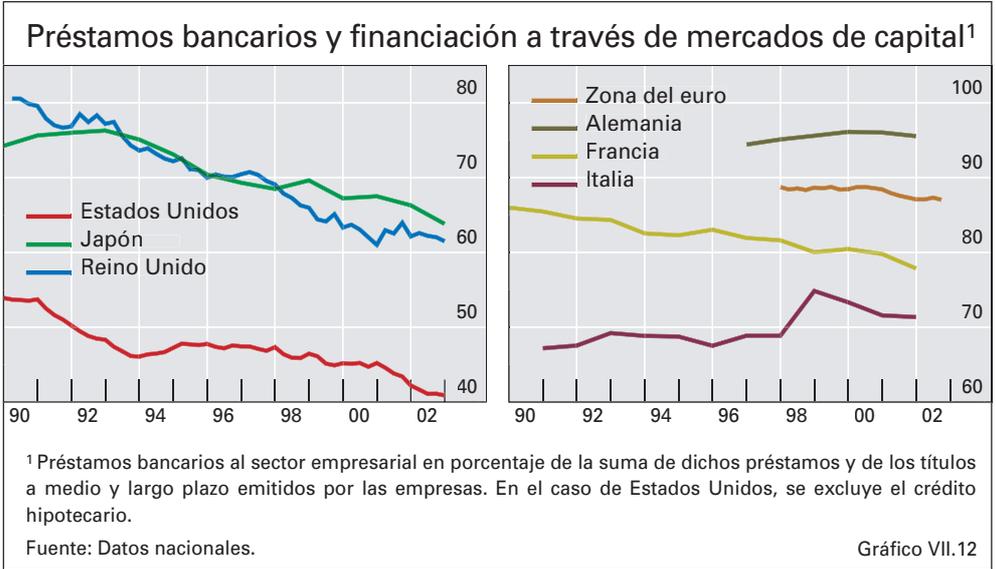


de fondos para proyectos en caso de que las fuentes de financiación tradicionales plantearan problemas.

Factores estructurales

A pesar de que las características del último ciclo ayudaron a reducir su repercusión en las instituciones financieras, especialmente en el caso de los bancos, otros dos acontecimientos también posibilitaron este resultado. En primer lugar, en muchas economías se ha producido durante los últimos años un desplazamiento general de la financiación de las empresas desde los préstamos bancarios hacia la financiación a través de los mercados de capital (véase el Gráfico VII.12). En consecuencia, las pérdidas que hubieran tenido que absorber los bancos en desaceleraciones anteriores

La mejora en la dispersión del riesgo de crédito se vio respaldada por ...



se distribuyeron en esta ocasión entre los inversionistas de cartera. En segundo lugar, los riesgos se dispersaron mejor dentro del sector bancario, estando las concentraciones del riesgo, en términos generales, mejor contenidas que en el pasado.

... una mejor
gestión del riesgo
de crédito ...

Esta circunstancia se vio respaldada por el empleo de mejores técnicas de medición y gestión del riesgo de crédito por parte de los bancos. En concreto, los bancos se beneficiaron de mejoras en las tecnologías informáticas que facilitan la evaluación y fijación de precios del riesgo del prestatario y ayuda a realizar un seguimiento de las posibles concentraciones de riesgo. Esta mayor atención al riesgo por parte de los bancos también respondió a las presiones tanto de los mercados financieros como de los supervisores, en el sentido de mejorar la valoración del riesgo, elevar el nivel de capital y perfeccionar la eficiencia con la que se utiliza.

... y mercados
más amplios para
los instrumentos de
transferencia del
riesgo:

Dicha mejora de la distribución del riesgo también fue posible gracias al desarrollo de los mercados financieros tradicionales y a la aparición de algunos nuevos, como el mercado de bonos de empresas, el de préstamos sindicados, los mercados de bonos de titulización de activos y los de derivados de crédito.

El desplazamiento de la financiación desde los bancos hacia los mercados de bonos durante los últimos años reflejó algunos factores tanto de oferta como de demanda. El coste y la disponibilidad de la financiación mediante bonos han mejorado con la expansión del mercado de títulos de alto rendimiento, especialmente en Estados Unidos, así como con el desarrollo del mercado de renta fija europeo a partir de la introducción del euro en 1999. Asimismo, al estar situados los diferenciales de los bonos en niveles próximos a mínimos históricos, muchas empresas habrían decidido aprovechar los costes de financiación a tipos de interés fijo más reducidos y evitar el riesgo de refinanciación sustituyendo el crédito a corto plazo (incluidos los préstamos bancarios) por bonos (véase el Capítulo VI). Este desplazamiento hacia una financiación a largo plazo también se vio favorecido por una menor disposición de los bancos a ofrecer líneas de crédito de respaldo para las emisiones de deuda comercial, lo que estuvo muy en consonancia con la mejora de las evaluaciones de los riesgos derivados de dichas líneas.

préstamos
sindicados ...

En el mercado de préstamos sindicados a empresas, los bancos transfirieron una importante cantidad de riesgo de crédito hacia inversionistas no bancarios, como compañías de seguros, fondos de inversión, fondos de pensiones, fondos de cobertura y sociedades de titulización. Durante los últimos años, estos inversionistas representaron aproximadamente una décima parte del volumen de los créditos sindicados estadounidenses y los créditos que aceptaron conllevaron significativamente mayor riesgo que los de los bancos (véase el Cuadro VII.3). Los resultados mucho peores de estos créditos posiblemente reflejaron la mayor disposición de los inversionistas no bancarios a asumir riesgos, así como las ventas de préstamos en dificultades que realizaron aquellos bancos que deseaban limitar el deterioro de sus propias carteras. De hecho, la actividad secundaria con préstamos en dificultades en el mercado de préstamos sindicados aumentó de forma considerable en los últimos años.

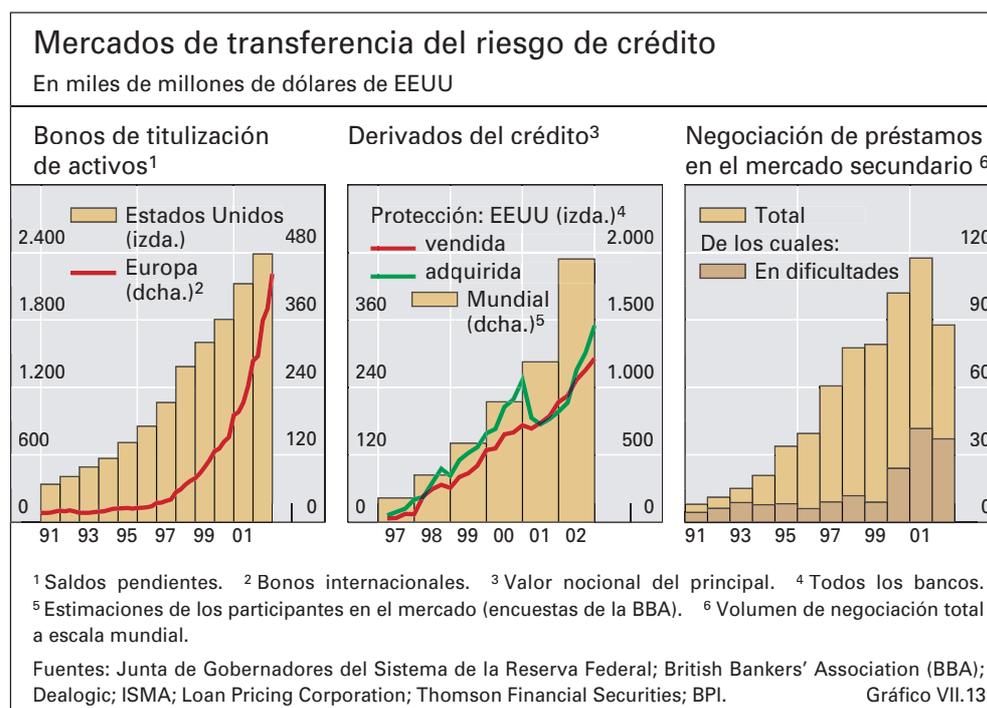
Créditos sindicados en EEUU ¹								
	Porcentaje de créditos totales ²			<i>Pro memoria:</i> <i>Créditos totales (miles de millones de dólares)</i>	Porcentaje clasificado ³			
	Bancos de EEUU	Entidades bancarias extranjeras	Entidades no bancarias		Bancos de EEUU	Entidades bancarias extranjeras	Entidades no bancarias	Créditos totales
2000	48	45	7	1.951	2,8	2,6	10,2	3,2
2001	46	46	8	2.050	5,2	4,7	14,5	5,7
2002	45	45	10	1.871	6,5	7,3	22,6	8,4

¹ Incluye tanto préstamos pendientes como compromisos sin utilizar. ² Volumen en dólares de los créditos de cada grupo de instituciones, en porcentaje del volumen total de créditos en dólares. ³ Volumen en dólares de los créditos clasificados como "inferiores", "dudosos" o "fallidos" por expertos, en porcentaje del volumen total de créditos en dólares.

Fuente: Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal. Cuadro VII.3

Los intermediarios también han utilizado cada vez más el mercado de bonos de titulización de activos con el fin de recortar sus exposiciones al riesgo en una gran variedad de créditos. El volumen en circulación de bonos de titulización de activos (*asset-backed securities*) ha aumentado de forma considerable durante los últimos años en Estados Unidos y especialmente en Europa, donde creció a tasas que excedieron el 50% anual (véase el Gráfico VII.13). En Estados Unidos, que cuenta con el mayor de estos mercados, los activos que más se utilizaron para respaldar los títulos fueron hipotecas para adquisición de vivienda. Los préstamos al consumo y a empresas, así como los derechos de cobro comerciales se utilizan también para respaldar volúmenes significativos de bonos de titulización de activos. En líneas generales, Europa sigue una pauta similar.

... bonos de titulización de activos ...



... y derivados
de crédito

El mercado de derivados de crédito, entre los que se incluyen los *swaps* de incumplimiento crediticio (*credit default swaps*), los pagarés con vinculación crediticia (*credit-linked notes*), los *swaps* de rendimiento total (*total return swaps*) y otros instrumentos derivados similares, se expandieron con enorme rapidez durante los últimos años. El valor nominal del principal de estos contratos casi se ha multiplicado por diez desde finales de la década de los 90, hasta alcanzar un valor cercano a los 2 billones de dólares el año pasado. Sin embargo, esta elevada cifra en cierta medida refleja las transacciones y operaciones de creación de mercado, más que las posiciones netas utilizadas para cubrirse o asumir riesgo de crédito. Así, por ejemplo, desde 1997 los bancos estadounidenses adquirieron protección en el mercado de derivados de crédito por un valor prácticamente idéntico al de sus ventas de protección crediticia, habiendo aumentado ambas cifras desde entonces de unos niveles insignificantes hasta los aproximadamente 300–350 mil millones de dólares alcanzados a finales de 2002. Con el tiempo, la posición neta del conjunto de los bancos estadounidenses fluctuó ampliamente con respecto a sus posiciones brutas, siendo algunos bancos en ocasiones incluso vendedores de protección. A pesar de todo, a finales del año pasado, los bancos de Estados Unidos compraron protección crediticia por un valor neto de 60 mil millones de dólares, lo que supuso aproximadamente el 8% de sus préstamos comerciales e industriales.

Los bancos son
compradores netos
de protección
crediticia ...

En una reciente encuesta realizada por Fitch Ratings entre muchas de las principales instituciones financieras de Estados Unidos y Europa, se informa sobre el tamaño y la estructura del mercado de derivados de crédito en otoño de 2002 (véase el Cuadro VII.4). Las posiciones brutas asumidas por los encuestados en el mercado de derivados crediticios ascendieron a 1,2 billones de dólares en términos de su valor principal nominal, alcanzando las obligaciones de deuda garantizada otros 117 mil millones de dólares. La mayoría de estas posiciones correspondió a los bancos, si bien las compañías de seguros y los avalistas también asumieron riesgos importantes. Para el total de instituciones encuestadas, sus posiciones netas fueron considerablemente más reducidas que las brutas. En el momento de realizarse la encuesta, tanto los bancos estadounidenses como los europeos eran compradores netos de protección crediticia, mientras que las compañías de seguros y, como es de esperar, las compañías de cauciones y avales fueron importantes vendedoras netas. En Europa, los mayores bancos habían comprado protección a los bancos regionales de segundo orden, en un intento de obtener rendimientos más atractivos y diversificar sus riesgos de crédito.

... mientras que
las compañías de
seguros son
vendedoras netas

Estos mercados
también permiten
la transferencia de
riesgo entre países

Las instituciones financieras utilizaron estos mercados en diversa medida para transferir riesgos a otros países y a otros sectores. La transferencia transfronteriza de riesgos pareció ser especialmente amplia en el caso de los préstamos sindicados y de bonos de empresas. En el mercado de préstamos sindicados, las organizaciones bancarias europeas y japonesas representaron aproximadamente un 30% de los préstamos sindicados concertados con prestatarios estadounidenses en los últimos años (véase el Cuadro VII.5). Por el contrario, los bancos de Estados Unidos y Japón

Posiciones en derivados de crédito ¹							
A finales de septiembre de 2002, en miles de millones de dólares de EEUU							
	Swaps de incumplimiento crediticio	Productos de cartera	Bonos con vinculación crediticia	Swaps de rendimiento total	Otros	Total ²	Pro memoria: ODC ³
	Posiciones brutas ⁴						
Total	614,0	390,6	17,4	48,6	113,7	1.184,4	117,4
Estados Unidos	259,4	327,6	8,3	23,0	110,1	728,5	85,5
Bancos	246,7	40,2	7,5	22,2	110,1	426,7	10,2
Compañías de seguros	4,9	103,1	0,8	0,9	0	109,7	18,9
Avalistas financieros	7,8	184,3	0	0	0	192,1	56,4
Europa	354,7	62,9	9,1	25,6	3,6	455,9	31,9
Bancos	351,3	54,0	9,0	25,6	3,6	443,4	31,5
Compañías de seguros	3,4	8,9	0,1	0	0	12,5	0,4
	Posiciones netas ⁴						
Total	-25,3	206,5	-27,7	2,3	31,6	187,4	...
Estados Unidos	-6,9	215,3	-1,0	1,9	30,7	240,1	...
Bancos	-18,3	-42,9	-1,8	1,0	30,7	-31,2	...
Compañías de seguros	4,2	99,2	0,8	0,9	0	105,0	...
Avalistas financieros	7,2	159,1	0	0	0	166,3	...
Europa	-18,5	-8,8	-26,7	0,4	0,9	-52,7	...
Bancos	-21,7	-17,7	-26,9	0,4	0,9	-65,0	...
Compañías de seguros	3,2	8,9	0,1	0	0	12,3	...
<p>¹ Recopilación del resultado de encuestas realizadas a aproximadamente 150 participantes en los mercados de derivados del crédito, con énfasis en aquellos que venden protección del crédito. ² Los valores para otras regiones son 13,9 mil millones de dólares (brutos) y 8,7 mil millones de dólares (netos). ³ Obligaciones de deuda con colateral; el total para otras regiones es 0,6 mil millones de dólares. ⁴ Las "posiciones brutas" intentan plasmar las ventas brutas agregadas de protección del crédito para las contrapartes y miden la pérdida máxima en caso de quiebra de todas las entidades de referencia en tales contratos. Por el contrario, las "posiciones netas" reflejan las ventas netas agregadas de protección del crédito, teniendo en cuenta cualquier posición opuesta en la misma entidad de referencia. Las definiciones específicas de exposiciones brutas y netas difieren según los encuestados dependiendo en parte de los sistemas de información internos.</p>							
Fuente: Fitch Ratings.						Cuadro VII.4	

proporcionaron alrededor de un 20% de los créditos sindicados concedidos a empresas en Europa. A pesar de no existir datos similares disponibles para el mercado de bonos de titulización de activos, los bonos de empresas estadounidenses en manos de extranjeros han aumentado sustancialmente en los últimos años, hasta alcanzar los 1,3 billones de dólares a finales de 2002, lo que representa más del 20% de la cantidad total existente.

Por el contrario, la escasa información disponible no sugiere que la utilización de derivados de crédito haya generado grandes transferencias transfronterizas netas de riesgo de crédito. Tomada en su conjunto, la encuesta anteriormente citada no muestra ventas netas de protección en unas regiones y compras netas en otras. A escala institucional, un reciente sondeo entre

Préstamos sindicados mundiales a prestatarios no financieros						
En porcentaje						
Nacionalidad de los prestatarios ¹	Nacionalidad de los proveedores de fondos					<i>Pro memoria: Proporción con respecto al crédito bancario³</i>
	Estados Unidos	Zona del euro	Reino Unido	Japón	Otros ²	
Estados Unidos						
1993–95	49,4	17,2	3,7	12,6	17,2	33,2
1996–99	51,0	17,6	2,5	7,5	21,4	52,0
2000–02	56,4	20,6	4,5	5,6	13,4	48,0
Zona del euro						
1993–95	8,2	61,1	5,6	14,5	10,6	...
1996–99	8,5	68,5	5,6	4,0	13,4	5,0 ⁴
2000–02	13,7	63,6	10,2	4,6	7,9	7,0
Reino Unido						
1993–95	11,6	27,2	29,2	13,9	18,2	13,7
1996–99	11,7	35,2	22,4	9,9	20,8	23,4
2000–02	15,0	35,2	32,0	7,2	10,7	28,6
Japón						
1997–99	4,9	17,4	4,0	63,2	10,6	0,5
2000–02	4,1	8,0	1,7	84,4	1,8	2,8

¹ Residencia del prestatario. ² Incluye préstamos de origen indeterminado. ³ Promedio de los nuevos acuerdos de préstamos sindicados durante el periodo, incluyendo tramos utilizados y no utilizados, en porcentaje del promedio de los préstamos bancarios totales pendientes a entidades no financieras. ⁴ 1997–99.

Fuentes: Dealogic Loanware; datos nacionales; cálculos del BPI. Cuadro VII.5

grandes bancos estadounidenses indica que una gran mayoría de sus tenencias de *swaps* de incumplimiento crediticio (el derivado de crédito más común) estaba suscrita con contrapartes estadounidenses.

Vulnerabilidades

Mientras que las instituciones financieras han salido relativamente bien paradas del último ciclo, todavía existen riesgos que afectan a la continuidad de su solidez financiera. Los riesgos más importantes se hacen eco de la incertidumbre que reina en el panorama macroeconómico. Está claro que la inesperada debilidad de la economía actual podría reducir el valor de los activos todavía más y añadir presión a la situación patrimonial. Además de estos riesgos de carácter cíclico, algunas instituciones también se enfrentan a los riesgos legal y de reputación con respecto a su comportamiento durante el auge económico de finales de los años 90, sin olvidar que la posible fragilidad de los jóvenes mercados de transferencia del riesgo de crédito podría conllevar riesgos para los participantes.

Riesgos cíclicos

El principal factor común a una serie de riesgos potenciales para las empresas financieras es la evolución de la economía mundial. La opinión mayoritaria acerca de una recuperación paulatina hacia el crecimiento potencial podría,

con el tiempo, producir una mejora de la calidad de los activos y, por ende, aumentar las ganancias de las empresas financieras. Sin embargo, un periodo más prolongado de debilidad económica o incluso una nueva desaceleración, podría presionar a las instituciones al erosionar todavía más las protecciones que han sustentado hasta el momento su capacidad de reacción.

La prolongada debilidad económica es el riesgo principal

Es probable que la debilidad de los precios de los activos pudiera resultar fundamental en cualquiera de las circunstancias anteriores. En el momento en que se redacta este Informe, las valoraciones de los mercados bursátiles, a pesar de su prolongada caída, permanecen relativamente elevadas a la espera de que se cumplan las expectativas sobre una fuerte recuperación de las ganancias en el futuro próximo (véase el Capítulo VI). Asimismo, la experiencia indica que los precios de las acciones tienden a sobrevalorarse al final de grandes correcciones, por lo que podrían bajar todavía más si la recuperación económica se retrasara lo suficiente. De igual modo, los precios de la propiedad inmobiliaria han dado muestras de contenerse en los últimos meses (véase el Capítulo VI). No cabe duda de que la continua debilidad de la economía podría provocar importantes caídas, al menos en aquellos mercados que registraron un mayor crecimiento en los últimos años. Además, el creciente uso de financiación a través del mercado que está haciendo el sector inmobiliario comercial podría resultar un arma de doble filo. La demanda de seguridad y liquidez por parte de los inversionistas podría muy bien intensificarse si se deterioraran las condiciones del mercado, lo que reduciría los precios de los títulos respaldados con hipotecas comerciales, como ocurrió en otoño de 1998.

Importancia de los precios de los activos

Dada la estructura de sus carteras, las compañías de seguros son las que están expuestas más directamente a otra caída sustancial de los precios de estos activos, especialmente en un entorno de tipos de interés bajos. Unas capitalizaciones seriamente dañadas apenas dejan margen de maniobra, a lo que hay que sumar que un deterioro en las condiciones del mercado podría complicar esfuerzos adicionales por emitir más títulos. Asimismo, de producirse más ventas urgentes de valores por parte de las aseguradoras, podría agravarse la caída de los precios de las acciones.

Las compañías de seguros son las más vulnerables

En los últimos años, el valor de las carteras de los fondos de pensiones de empresas cayó pronunciadamente ante unos precios de las acciones más reducidos, quiebras empresariales y diferenciales de crédito más amplios. Los fondos de pensiones también se vieron afectados por los bajos tipos de interés, que aumentaron el valor actuarial de sus pasivos. Ante la decreciente cobertura de estos pasivos, muchas empresas, en general grandes sociedades industriales con plantillas de cierta edad, tuvieron que aumentar sus contribuciones a los planes de pensiones en un momento en el que los beneficios ya estaban cayendo. Asimismo, teniendo en cuenta las prácticas contables actuales en muchos países, es probable que los elevados costes de las pensiones sigan pesando en los beneficios declarados por aquellas empresas que cuentan con grandes planes de jubilación con prestaciones definidas, lo que retrasaría el impacto que tendría una recuperación económica en sus cotizaciones en bolsa. En algunos casos, las preocupaciones acerca del impacto que podrían tener unos planes de pensiones con

insuficiente capitalización sobre las estructuras de capital de las empresas dispararon las reducciones de las calificaciones crediticias y aumentaron los costes de financiación (véase el Capítulo VI).

Los planes de pensiones también podrían verse afectados

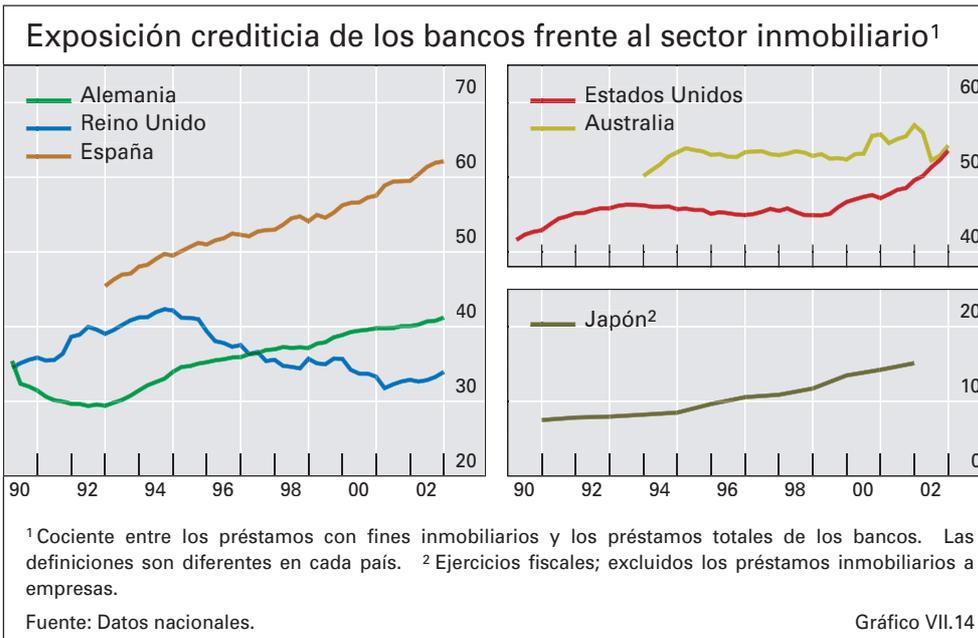
Una mayor caída del precio de los activos podría ejercer todavía más presión en la situación financiera de los planes de pensiones con prestaciones definidas y en las empresas que los respaldan. Al estar los participantes en el mercado más al tanto de los efectos que podrían tener los pasivos de los planes de jubilación en los balances de las empresas, es posible que siga aumentando la sensibilidad de los precios de los bonos y acciones al estado de las pensiones. Cabe añadir que en muchas jurisdicciones se han llevado a cabo o es probable que se produzcan modificaciones de las normas y prácticas que rigen el tratamiento contable de estas partidas del balance y su relación con los ingresos registrados por las empresas. Dichas modificaciones podrían complicar la gestión de los descensos en los valores de los activos, ya que suelen restringir la flexibilidad con la que cuentan actualmente las empresas a la hora de amortizar en un plazo más largo el impacto que tiene en sus ganancias la escasez de fondos para planes de pensiones.

Los efectos adversos sobre los bancos podrían tardar más en surgir

Un periodo prolongado de debilidad económica, acompañado de unos precios de los activos inferiores, también podría hacer mella en la situación financiera de los bancos, si bien estos efectos podrían tardar más en manifestarse. A pesar de algunas iniciativas recientes destinadas a sanear los balances, la carga de la deuda que soportan las empresas continúa siendo pesada en muchos países, al tiempo que un continuo crecimiento débil, al reducir los ingresos y beneficios de las empresas, podría disparar las pérdidas que sufren los bancos en los préstamos a empresas. En concreto, las entidades bancarias siguen manteniendo considerables riesgos frente a empresas pertenecientes a sectores frágiles, como las tecnologías informáticas, los medios de comunicación, las telecomunicaciones y los servicios de viajes. El abaratamiento de los inmuebles también podría ser perjudicial para los bancos, porque en muchos países sus préstamos respaldados por bienes raíces representan una proporción muy elevada, que en algunos casos incluso ha aumentado recientemente (véase el Gráfico VII.14). Si el crecimiento de la renta y del empleo permanece escaso y los precios de la vivienda más bajos limitan la flexibilidad que ofrece la utilización del patrimonio inmobiliario, la calidad de los préstamos destinados a adquisición de vivienda podría muy bien deteriorarse más allá del sector de baja calidad crediticia, el cual ya ha dado muestras de soportar una tensión considerable. Una economía más débil y los descensos en los precios de los inmuebles podrían también presionar sobre los créditos hipotecarios con fines comerciales, socavando así una fuente de vigor tanto para bancos como para compañías de seguros durante la reciente desaceleración.

Algunas instituciones pueden verse expuestas a un aumento de los tipos de interés

Un periodo sostenido de debilidad económica podría producir una subida de los tipos de interés a largo plazo, ya sea al socavar las finanzas del sector público o al desencadenar una huida hacia la liquidez en respuesta a una mayor incertidumbre. Esta circunstancia podría poner en peligro a las instituciones financieras con gran exposición a las variaciones de los tipos de interés. Si bien algunos participantes en el mercado pueden preferir estas exposiciones



ante unas expectativas de tipos de interés estables o a la baja, para otros esta opción puede representar la falta de alternativas atractivas, como en el caso de los bancos japoneses. Además, algunas instituciones pueden tener dificultades para cubrir sus posiciones complejas en tipos de interés, como ocurre con las empresas hipotecarias respaldadas por el Gobierno de Estados Unidos, que se enfrentan al riesgo que supone la incertidumbre de una amortización anticipada de las hipotecas. Asimismo, en cuanto empiece la subida, podría verse impulsada por las reducciones de la liquidez del mercado si dicho aumento hace que algunos participantes en el mercado decidan no contratar o no crear mercado, como ocurrió cuando subieron los tipos de interés a principios de 1994. Por supuesto, una recuperación económica anticipada también podría aumentar los tipos de interés, aunque en ese caso los aumentos de la renta y del precio de los activos podrían ayudar sin duda a mitigar los riesgos para las instituciones financieras.

Otros riesgos

Incluso en el caso de que se afiancen los valores de los activos a medida que avanza la recuperación gradual de la economía mundial, algunas instituciones podrían hacer frente a otras dificultades, lo que en cierta medida es un legado del auge del mercado financiero a finales de la década de los 90. Los riesgos de reputación y legal resultantes de las actuaciones de las instituciones durante ese periodo, así como los posibles problemas en la operativa de los nuevos mercados para la transferencia del riesgo de crédito, son dos ejemplos de estas fuentes de vulnerabilidad. Estos riesgos resultan más difíciles de valorar y posiblemente están menos generalizados que aquellos procedentes de la debilidad económica y de los precios más bajos de los activos. Sin embargo, podrían causar problemas a las grandes instituciones financieras y, dependiendo de las circunstancias, las consecuencias últimas pueden tener un impacto más amplio.

Los riesgos de reputación y legal para las mayores instituciones

En esta coyuntura, es difícil dilucidar cuáles son los riesgos de reputación y legal a los que podrían enfrentarse los principales bancos de inversión como resultado de los negocios que realizaron a finales de los años 90. Una serie de grandes empresas financieras con negocios en Estados Unidos han alcanzado recientemente un acuerdo con las autoridades federales y estatales sobre aspectos relacionados con los estudios de inversión y la gestión de las ofertas públicas iniciales. Dicho acuerdo impone costes sustanciales, aunque aceptables, para la industria, si bien no impide posibles diligencias posteriores por parte de las autoridades con relación a interrelaciones cuestionables con Enron u otras empresas en dificultades, ni tampoco restringe posibles acciones judiciales emprendidas por inversionistas privados.

A finales de 2002, dos grandes bancos estadounidenses constituyeron reservas para cubrir los anticipos relacionados con cualquiera de estas investigaciones o litigios. Dada la incertidumbre inherente a estas cuestiones jurídicas, el gran número de demandantes potenciales y la posible magnitud de los daños y perjuicios solicitados, no es fácil estimar el nivel más adecuado para estas reservas, por lo que los costes que resulten al final podrían exceder fácilmente las reservas acumuladas hasta la fecha. Por lo tanto, en el peor de los casos, las instituciones podrían enfrentarse a título individual a una reducción de su calificación crediticia y a mayores problemas de liquidez.

Los nuevos mercados para la transferencia del riesgo de crédito inquietan por su opacidad ...

La dependencia de algunas empresas financieras de los mercados para transferir riesgo de crédito plantea una serie de consideraciones. En primer lugar, a pesar de que estos mercados han logrado solucionar diversas quiebras de empresas de renombre, no se pueden descartar futuros problemas, ya que estos mercados son relativamente nuevos y no se han puesto a prueba en momentos de gran tensión. Preocupa especialmente la falta de transparencia de los mercados en cuanto a la distribución última de los riesgos de crédito, de modo que algunos participantes pueden asumir más riesgos que otros o pueden estar haciéndolo en mayor medida de lo que saben las autoridades financieras. Además, el protagonismo de algunas instituciones financieras importantes, sumado a los lazos que las vinculan, hace que los problemas puedan dispersarse de una empresa a otra a pesar de los esfuerzos por parte de los participantes en el mercado por limitar sus exposiciones. En el caso de que estas transmisiones dañen la liquidez y la capacidad del mercado, otros participantes pueden tener dificultades para gestionar sus riesgos de crédito, lo que podría producir una disminución de la disponibilidad del crédito y un aumento de sus costes.

... riesgo de concentración ...

... y conflictos de interés

Un segundo riesgo para estos mercados refleja una cuestión estructural de mayor trascendencia. Muchas de las instituciones financieras que utilizan derivados de crédito para gestionar sus posiciones crediticias mantienen lazos de financiación o de suscripción con las empresas cuyos riesgos están negociando. Por ello, estas instituciones podrían tener acceso en ocasiones a información privada que podría conferirles una ventaja desleal con respecto a otros participantes del mercado que no tienen acceso a dicha información. La actividad comercial basada en esta información confidencial puede constituir un delito y podría desalentar a contrapartes potenciales. En principio, las

instituciones financieras cuentan con mecanismos internos para garantizar que los operadores no tengan acceso a información restringida o no puedan utilizarla en sus operaciones. Sin embargo, estos mecanismos podrían limitar, quizás de forma significativa, la capacidad de las instituciones para utilizar derivados crediticios para gestionar el riesgo de sus créditos.

Múltiples canales de financiación y capacidad de reacción del sector financiero

El ciclo actual supone un distanciamiento respecto a la experiencia habitual en el pasado en cuanto a las causas de la desaceleración y al comportamiento del sector financiero. Además, también plantea algunos interrogantes con respecto a los papeles complementarios que desempeñan la intermediación de balance y la intermediación de mercado para hacer frente a las tensiones financieras. Así pues, la experiencia reciente señala la importancia de comprender los puntos fuertes y débiles de ambos canales de intermediación.

La financiación de balance y de mercado se complementan

El valor económico del sistema financiero viene medido por su capacidad de canalizar recursos de los ahorradores a los usuarios productivos y de distribuir el riesgo entre aquellos que están más dispuestos a asumirlo y son más capaces de hacerlo. A este respecto, el mejor sistema es aquél que realiza estas funciones de forma eficiente y es menos susceptible a las alteraciones y los estrangulamientos.

La principal ventaja de la intermediación de balance es su mayor capacidad de superar obstáculos de información y de incentivos mediante el seguimiento y las relaciones múltiples a más largo plazo. Sin embargo, como los intermediarios normalmente asumen el riesgo de crédito resultante en sus propias cuentas, el margen de diversificación se ve constreñido por el tamaño del balance y por los costes fijos que conlleva la participación en relaciones intensivas en información.

La financiación de balance puede ayudar a subsanar problemas de información y de incentivos ...

La intermediación de mercado, por el contrario, permite una mejor dispersión del riesgo a través del sistema, siempre y cuando los inversionistas últimos mantengan sus carteras debidamente diversificadas. Esta inversión diversificada se basa, por un lado, en la disponibilidad de información de acceso público, de tal modo que todos los inversionistas puedan valorar los riesgos y rendimientos de las diversas inversiones, y por el otro, en unos costes de transacción bajos que permitan un fácil ajuste de las carteras ante la divulgación de nueva información sobre las empresas. Por consiguiente, los valores negociables y las normas que rigen la divulgación y la manipulación de la información resultan fundamentales para conseguir un sistema de mercado eficaz.

... aunque la financiación de mercado puede mejorar la diversificación

La capacidad de alternar fácilmente entre los canales de intermediación de balance y de mercado resulta muy deseable para un sistema financiero. Los sistemas que ofrecen dicha flexibilidad tienden a ser más sólidos que aquellos que dependen de un sólo tipo de intermediación. En otras palabras, ambos sistemas ofrecen una forma de diversificación para el sistema en su conjunto, ya que las perturbaciones en uno de ellos se pueden mitigar aumentando la utilización del otro. Asimismo, en la medida en que los conglomerados

Redundancia útil en momentos de tensión

financieros participan tanto en la provisión directa de crédito como en la suscripción y creación de mercado, pueden gozar de un flujo de ingresos más regular que las empresas más especializadas.

Al mismo tiempo, las aparentes ventajas económicas que ofrece el contar con canales de financiación alternativos puede verse erosionada por la consolidación de las grandes entidades financieras. Desde el punto de vista de una empresa, el acceso a una amplia gama de funciones y productos debe ofrecer oportunidades de marketing cruzado y diversificación que pueden impulsar la rentabilidad y reducir el riesgo. Sin embargo, desde la perspectiva de la estabilidad sistémica, los grandes conglomerados pueden crear nuevos riesgos. Al participar cada vez más las mismas instituciones en ambos tipos de actividad financiera, es una misma base del capital la que sustenta la intermediación dentro del balance, los servicios de banca de inversión y las funciones de creación de mercado (véase el Cuadro VII.6). El resultado es que las pérdidas sufridas en una actividad

La consolidación puede reducir esta redundancia ...

... ya que ambos canales pueden estar respaldados por la misma base del capital ...

Medidas de concentración en líneas de productos financieros				
En porcentaje				
Cinco instituciones principales en:	Participación de las instituciones en: ¹			
	Suscripción de bonos internacionales	Suscripción de acciones internacionales	Acuerdos sobre facilidades de préstamos sindicados	Total de derivados
Suscripción de bonos				
1991-93	36,5	42,2	7,4 ²	...
1994-96	36,1	43,1	25,1	14,9
1997-99	40,9	43,7	23,6	19,2
2000-02	42,5	38,9	19,8	24,2
Suscripción de acciones				
1991-93	29,8	60,4	7,7 ²	...
1994-96	33,0	54,2	6,5	8,8
1997-99	38,5	53,0	7,1	12,7
2000-02	38,3	56,2	12,7	13,5
Acuerdos sobre préstamos sindicados				
1993	20,3	20,5	50,0	...
1994-96	17,1	17,3	54,4	20,7
1997-99	13,9	8,6	49,9	26,6
2000-02	26,6	14,7	41,9	38,7
Operaciones con derivados				
1994-96	11,8	8,3	40,0	33,0
1997-99	20,4	14,3	35,5	38,7
2000-01	23,8	16,5	39,0	49,7

¹ Participación porcentual en el volumen total de actividad en una categoría determinada (columnas) correspondiente a las cinco entidades principales en una actividad dada (filas). Por ejemplo, en 1991-93, los cinco suscriptores de bonos más importantes representaron un 36,5% del volumen total de suscripciones de bonos internacionales. Las mismas entidades representaron un 42,2% del volumen total de suscripciones de acciones internacionales en el mismo periodo. ² Sólo 1993.

Fuentes: Dealogic; Dealogic Loanware; Swaps Monitor; cálculos del BPI. Cuadro VII.6

pueden afectar a toda la empresa y tener repercusiones en sus actividades en otros ámbitos.

Estas consecuencias hacen posible que una perturbación de grandes dimensiones, a través de sus efectos en una o varias instituciones financieras grandes y complejas, pueda perturbar el funcionamiento de ambos canales de intermediación. El riesgo de que se produzcan este tipo de transmisiones puede incluso haber aumentado, ya que la consolidación ha ido acompañada de una importante concentración de operaciones entre las mayores instituciones. Un riesgo relacionado es que a medida que los conglomerados financieros se van diversificando más en distintas líneas de negocio, el sector financiero en su conjunto pierde diversificación, ya que las grandes instituciones se parecen cada vez más en cuanto a sus exposiciones al riesgo. Por un lado, una mayor diversificación de las instituciones podría incrementar la capacidad de reacción del sistema financiero ante perturbaciones de pequeña o mediana magnitud. Por otro lado, una escasa diversificación sistémica hace que una única perturbación de grandes proporciones pueda perjudicar simultáneamente a todas las grandes empresas financieras de una misma economía, lo que podría ocasionar problemas macroeconómicos. Tal vez la globalización pueda mitigar este riesgo en la medida en que las instituciones extranjeras puedan reemplazar a las instituciones nacionales afectadas.

... y las empresas pueden llegar a tener perfiles de riesgo similares

Otro coste económico asociado a los grandes conglomerados cuyas actividades alternan entre los dos canales de intermediación es el potencial para la creación de conflictos de intereses. El aprovechamiento de las sinergias derivadas de la producción conjunta de servicios financieros puede dar lugar a situaciones en las que las actuaciones de una institución podrían beneficiar a algunos clientes, o a la propia institución, a costa de otros. Dos ejemplos de estos conflictos entre incentivos para los conglomerados serían, por un lado, la suscripción y colocación de valores para empresas con las que la rama de banca comercial de la institución financiera realiza operaciones de crédito y, por el otro, la realización de análisis sobre acciones por parte de una institución que a su vez las ha suscrito. La experiencia reciente demuestra que, en tales circunstancias, las instituciones financieras pueden actuar de una manera que reduzca la capacidad del sistema para procesar y analizar información. De este modo, pueden haberse producido distorsiones en los mecanismos de fijación de precios que comprometieran la eficiencia del papel de asignación que desempeña el sistema financiero.

Los conflictos de intereses ...

... pueden dificultar la eficiencia financiera

Las instituciones financieras complejas que combinan ambos modos de intermediación plantean una serie de dificultades para las autoridades financieras prudenciales. En primer lugar, desde una perspectiva microprudencial, sus actividades desafían el marco tradicional de gestión del riesgo —y por extensión, también las normas reguladoras—, estructurado en torno al concepto de empresas con actividades especializadas. Una mayor mezcla de actividades en el seno de una misma institución requiere la adopción de un marco de gestión del riesgo más flexible y general, que adopte un enfoque holístico de la empresa. Cabe destacar la participación

Las instituciones complejas plantean dificultades a los supervisores

del sector asegurador en la provisión de protección frente al riesgo de crédito a través de derivados crediticios. Estos instrumentos se sitúan a caballo entre las actividades de inversión y de suscripción de una empresa, las cuales se gestionan convenientemente por separado.

En segundo lugar, desde un punto de vista macroprudencial, las instituciones grandes y complejas agudizan el peligro que pueda presentar la concentración excesiva de riesgos para la estabilidad financiera en general. Como se ha indicado anteriormente, los problemas de una empresa se pueden transmitir más fácilmente a sus contrapartes y éstas a su vez pueden verse igualmente expuestas a riesgos similares, aumentando así la probabilidad de que una serie de empresas acaben atravesando por dificultades al mismo tiempo. Por esta razón, los mecanismos de supervisión y regulación deben estar adaptados a la naturaleza concreta de los riesgos que pueden afectar a estas instituciones de grandes proporciones y complejidad, así como a los potenciales costes macroeconómicos que pueden implicar las tensiones en estas empresas.

Por último, una mayor probabilidad de que las grandes perturbaciones perjudiquen simultáneamente a muchas instituciones también repercute sobre la forma en que las autoridades responden a dichas alteraciones. Si las tensiones se concentran en un grupo pequeño de participantes, las medidas de política económica específicamente adaptadas a este grupo pueden ser eficaces. Sin embargo, si las tensiones son generalizadas, tal vez no sea factible adoptar estas medidas. Así pues, es posible que las autoridades tengan que solucionar los problemas existentes mediante herramientas de política económica más generalizadas y necesariamente menos precisas, como unos tipos de interés inferiores.

VIII. Conclusión: hacia un crecimiento mundial más equilibrado

La economía mundial se enfrenta a un dilema crucial que va adquiriendo mayores proporciones: ¿cómo pueden solucionarse los desequilibrios de crecimiento y balanza exterior existentes entre las principales áreas económicas, manteniendo al mismo tiempo un sólido crecimiento de la economía mundial? Para dar respuesta a este interrogante no basta con dilucidar si la inversión tomará el relevo del gasto de consumo en Estados Unidos, en caso de que éste decaiga. Después de todo, la economía estadounidense se está viendo estimulada por unas políticas monetarias y fiscales muy expansivas, así como por la reciente depreciación del dólar. Más importante resulta saber si, tras un largo periodo de debilidad, la demanda interna crecerá en otros países, especialmente en Europa continental y Japón. En este contexto, un dólar a la baja constituye tanto un reto como una oportunidad para los países cuyo tipo de cambio real tiende actualmente a apreciarse. Cabría preguntarse si la apreciación de sus monedas simplemente desacelerará su crecimiento, y a su vez quizás también el crecimiento mundial, o si por el contrario impulsará reformas estructurales fundamentales y unas políticas de gestión de la demanda más expansivas que pudieran mejorar significativamente los resultados económicos con el paso del tiempo.

Las perspectivas de crecimiento a corto plazo dependerán en gran medida de dos parámetros económicos subyacentes, a saber, la propensión a ahorrar y a asumir riesgos. Ambos parámetros han experimentado recientemente pronunciadas fluctuaciones, lo que genera una considerable incertidumbre sobre su evolución futura.

Lo que ocurra con la propensión al ahorro en Estados Unidos reviste especial importancia, puesto que durante casi una década, una fracción desproporcionadamente alta del crecimiento de la demanda mundial ha tenido su origen en este país. El descenso secular de la tasa de ahorro financiero de los hogares en Estados Unidos ha sido notable y, a través de su efecto sobre la balanza por cuenta corriente, ha estimulado enérgicamente la demanda mundial. En otros países se han observado descensos similares, acompañados con frecuencia de considerables incrementos de la deuda interna y externa. Parece probable que a la larga, estas fluctuaciones de gran trascendencia económica acaben invirtiéndose, al menos parcialmente, lo que limitará el gasto interno en estos países y el potencial exportador de otras economías. En Asia, donde las tasas de ahorro también han caído, si bien han permanecido por lo general en niveles muy superiores a otras regiones, el crecimiento de la demanda se ha basado normalmente en las estrategias orientadas a la exportación. Está claro que la continuidad de estas estrategias, en momentos en los que las tasas de ahorro aumentan en otras zonas

geográficas, lastraría el crecimiento de la economía mundial. En este entorno, caracterizado por unos niveles de inflación ya de por sí reducidos, no es inconcebible que también puedan surgir problemas relacionados con una deflación más generalizada.

Por supuesto, también es posible (aunque menos probable) que los países con bajas tasas de ahorro sigan gastando profusamente y que los flujos de capitales desde los países más ahorradores hacia los que más gastan continúen expeditos o incluso crezcan. Los niveles de deuda externa no son tan importantes como la capacidad de atender el servicio de sus deudas a partir de su capacidad productiva subyacente. Los elementos fundamentales que favorecen la continuidad de tales flujos son unas tasas de crecimiento de la productividad relativamente altas, así como la capacidad de convertir unos niveles de eficiencia mayores en unas tasas de rendimiento del capital más elevadas. Los resultados cosechados por Estados Unidos en los últimos años han sido notorios en el primer aspecto, aunque no tanto en el segundo.

La actitud de los inversionistas frente al riesgo es una segunda consideración que afecta a las perspectivas a corto plazo. Por un lado, las irregularidades en el gobierno corporativo de algunas empresas han provocado una profunda desconfianza en los informes financieros. La posibilidad de una evolución a la baja de los resultados empresariales es ahora mucho más patente que durante el dilatado periodo expansivo más reciente. A la luz de las pérdidas de capital sufridas en el pasado, en la actualidad se aprecian mejor las vulnerabilidades de las instituciones financieras proclives a asumir riesgos. Parece probable que estos cambios de actitud atemperen la predisposición a asumir riesgos tanto de acreedores como de deudores y podrían limitar la expansión. Por otro lado, el reciente clima alcista de los mercados bursátiles y la sustancial reducción de los diferenciales corporativos podrían indicar un próximo resurgimiento de la disposición a asumir riesgos de manera más generalizada.

Lo que puede afirmarse con mayor seguridad es que las perspectivas a más largo plazo de un crecimiento más equilibrado dependerán en cierta medida de los cambios que se introduzcan en la política económica de los países industrializados con problemas estructurales más enraizados. Durante décadas, Alemania y Japón han experimentado graves rigideces, que empeoraron tras la reunificación y la burbuja, respectivamente. En ambos casos, los problemas subyacentes por el lado de la oferta quedaron ocultos mediante la aplicación de instrumentos fiscales y de una estrategia de crecimiento orientada a la exportación. La utilidad de ambas estrategias podría estar ahora tocando a su límite.

Una cuestión relacionada afecta a un mayor número de países. La apertura de las economías de mercado emergentes y en transición, que lleva aparejada la transferencia de métodos modernos de producción, ya ha producido asombrosos aumentos de la productividad, así como presiones a la baja sobre los precios de los bienes. Esta situación está resultando perjudicial para muchos productores ya establecidos en todo el mundo, aunque ofrece oportunidades de venta a muchos otros fabricantes de bienes. La consecuencia que de aquí se deriva es que ahora debe acelerarse la

evolución secular del mundo industrializado hacia una economía basada en los servicios. A menos que se creen oportunidades de empleo en sectores nuevos o que los salarios se ajusten suficientemente, esta evolución dará lugar a un incremento prolongado del desempleo. Además, el problema del ajuste no se circunscribe únicamente al mundo industrializado. Por ejemplo, los países de Asia oriental deben adaptarse a la creciente relevancia de China y al hecho de que la India, con sus procesos liberalizadores, quizás no se encuentre muy a la zaga. Asimismo, desde la pasada década persisten en estos países problemas financieros por resolver, de modo que los prestamistas podrían cuestionar su apoyo a esos cambios tan necesarios.

Expresado en términos más generales, nunca ha sido tan imperiosa la necesidad de responder con flexibilidad a los acontecimientos futuros, más aún teniendo en cuenta que la alternativa sería un retorno al proteccionismo. A este respecto, las inquietudes han aumentado recientemente debido a los escasos progresos de la Ronda Doha de negociaciones comerciales y a diversas fricciones transatlánticas. Las presiones deflacionarias y la necesidad de acometer dolorosos ajustes tras el periodo de la burbuja exacerbarían esas tendencias aislacionistas. De hecho, el mundo ya contempló una reacción similar, a comienzos de la década de los años 30, y el resultado no fue demasiado alentador.

Frente a este trasfondo histórico, es preciso que las autoridades económicas recuerden dos cosas. En primer lugar, dado que todos navegamos en el mismo barco económico, es necesaria una mayor cooperación a escala nacional entre las autoridades monetarias, fiscales y supervisoras, así como en el ámbito internacional. En segundo lugar, las soluciones rápidas casi siempre conllevan costes a más largo plazo y beneficios a más corto plazo. Por lo tanto, resultan muy recomendables los marcos normativos que combinan la capacidad de responder con flexibilidad ante dificultades a corto plazo con la sostenibilidad a medio plazo.

Horizonte de oportunidades y vulnerabilidades

Con el final de la guerra en Iraq, deberían atenuarse algunas de las incertidumbres que frenan la expansión económica. Cabe esperar que tanto la demanda de consumo como la inversión fija privada resulten beneficiadas, especialmente en aquellos países donde esos gastos han sido anormalmente reducidos. Además, también podría contribuir al crecimiento de la demanda el deseo de las empresas de incrementar sus existencias desde unos niveles muy reducidos e incluso de aumentar la seguridad de la cadena de aprovisionamiento. Con todo, la estimación de las futuras propensiones al gasto también habrá de llevarse a cabo con la perspectiva que ofrecen los episodios de extraordinario optimismo vividos a finales de los 80 en Japón y a finales de los 90 en Estados Unidos. Ambos periodos dejaron tras de sí un legado de elevados niveles de deuda, excesos de capacidad productiva y caídas de los precios de las acciones.

La experiencia japonesa revela que tales excesos pueden acabar afectando a la solidez del sistema financiero y culminar incluso en deflación.

Sin embargo, la expansión vivida en Estados Unidos difiere de la japonesa en al menos tres importantes aspectos. Una diferencia positiva es que en Estados Unidos no se produjo un auge comparable del mercado de bienes raíces comerciales. Un segundo contraste, igual de favorable, es que mientras el auge japonés se financió casi exclusivamente a través del sistema bancario, el origen de los fondos fue mucho más diversificado en Estados Unidos. La tercera divergencia podría tener consecuencias menos benignas, aunque no necesariamente en detrimento de Estados Unidos. Así, mientras que el origen de la financiación del auge japonés fue interno, registrando incluso un importante superávit por cuenta corriente, la financiación de la expansión estadounidense procedió en buena medida del exterior. El crecimiento de muchos países se basó en sus exportaciones a Estados Unidos, al que facilitaron una generosa financiación mediante la balanza por cuenta de capital.

Si por cualquier motivo el dólar se depreciase aún más, en esta ocasión serían los acreedores quienes habrían de soportar una doble carga de ajustes. En primer lugar, tendrían que generar más gasto interno para mantener una demanda vigorosa y un desempleo reducido. Al mismo tiempo, tendrían que reconocer el descenso del valor en moneda nacional de sus activos denominados en dólares, como reflejo tanto de la disminución de los precios de mercado como de la depreciación del propio dólar. Por el contrario, el reciente debilitamiento del dólar fortalece las perspectivas de crecimiento en Estados Unidos y reduce la probabilidad de que se produzca allí una deflación.

A comienzos del segundo semestre de 2000, se produjo una reducción extraordinariamente pronunciada de la inversión en Estados Unidos. Sin embargo, debido en cierta medida a la enérgica relajación de la política monetaria, el consumo estadounidense mantuvo su vigor. En la actualidad, lo principal es saber si la inversión acabará por recuperarse y si el consumo podría perder intensidad. La amplia varianza de las actuales previsiones económicas en Estados Unidos refleja un simple hecho, a saber, que ninguno de esos componentes fundamentales del gasto ha tenido últimamente una evolución similar a la prevista basándose en la experiencia de posguerra.

Las perspectivas de la inversión en Estados Unidos parecen ser más halagüeñas en algunos aspectos. A pesar de la atonía generalizada del crecimiento, los beneficios y los flujos de caja se han recuperado en cierta medida y el nivel de cobertura de los intereses de la deuda empresarial permanece elevado. Aun así, parecería precipitado dar por descontada una fuerte recuperación de la inversión empresarial en Estados Unidos, especialmente cuando los niveles de utilización de la capacidad productiva se sitúan en los mínimos de los últimos 20 años y los volúmenes de deuda continúan altos. Si las empresas decidieran mostrarse cautas con respecto a otros posibles recortes de sus beneficios futuros, incluso aquellos derivados de pasivos por pensiones no capitalizadas y de mayores gastos en seguros y asistencia sanitaria, podría producirse un saneamiento aún mayor de sus balances; de hecho, esta evolución puede ser precisamente la que los

mercados anticipan. Sin descartar otras interpretaciones, el brusco descenso observado recientemente en los diferenciales del crédito otorgado a las empresas resulta coherente con una opinión en el mercado que apunta a que los directivos de las empresas adoptarán las medidas necesarias para recortar gastos y reducir la probabilidad de incumplimientos en el futuro.

En Estados Unidos, un componente importante de la “nueva era” fue el aumento de la inversión empresarial en capital cada vez más productivo. Este gasto no sólo estimuló directamente la demanda, sino que también fomentó las expectativas de una mayor riqueza que, a su vez, impulsaron el gasto de manera indirecta. De hecho, en porcentaje del PIB nominal, el gasto de los hogares ha evolucionado al alza durante muchos años y su crecimiento se ha intensificado recientemente. A este respecto, y a pesar de la caída de las cotizaciones bursátiles, aún no puede afirmarse que el auge haya finalizado. Los tipos de interés hipotecarios más bajos, la continua subida de los precios de la vivienda y las innovaciones financieras que han facilitado a los hogares la utilización de su patrimonio neto como respaldo para obtener efectivo que gastar han contribuido en conjunto a fortalecer el gasto de los hogares.

La manifestación en la práctica de esta conducta ha sido que los hogares estadounidenses también han estado dispuestos a elevar su volumen de deuda hasta niveles históricos. Asimismo, las cargas del servicio de la deuda han crecido, a pesar de unos tipos de interés muy reducidos. Sin embargo, el riesgo procedente de la situación de los balances podría convertirse en un motivo de preocupación aún mayor si los niveles de empleo se deterioran más y los precios de las acciones y el valor de los fondos de pensiones experimentan nuevas caídas. En cualquier caso, los efectos de sostenimiento del gasto que ha venido generando la refinanciación de hipotecas deben empezar a amortiguarse en algún momento. Los precios de la vivienda están creciendo a un ritmo menos rápido y, a menos que los tipos hipotecarios vuelvan a caer de forma sustancial, parece probable que ya se haya efectuado gran parte de la refinanciación susceptible de ser acometida con visos de rentabilidad.

Dada la incertidumbre de las perspectivas económicas en Estados Unidos, sería alentadora la posibilidad de una rápida recuperación de la demanda en otras partes del mundo. Lamentablemente, la identificación de polos alternativos de crecimiento no resulta sencilla. Las previsiones iniciales apuntaban a que Europa continental se beneficiaría del hecho de que sus desequilibrios financieros fueran más reducidos que Estados Unidos. En la práctica, Europa es la región que, de forma más consistente, ha sido incapaz de cumplir las perspectivas de crecimiento, por lo que a la vista de los recientes anuncios negativos, las previsiones han sufrido una fuerte revisión a la baja. Estas perspectivas resultan especialmente problemáticas en el caso de Alemania, donde las tasas de ahorro personal, junto con los niveles de desempleo, están aumentando tras una serie de años de paulatino descenso. La confianza ha disminuido prácticamente en toda Europa continental. Este hecho refleja posiblemente las pérdidas sufridas por los inversionistas europeos, quienes financiaron una gran parte de la expansión estadounidense, así como el auge de la inversión en telecomunicaciones en la propia Europa.

Tampoco ha resultado beneficioso el encarecimiento del petróleo y las incertidumbres políticas, tanto internas como externas. Afortunadamente, y de cara al futuro, parece que algunos de estos problemas se están diluyendo, especialmente ante la reciente caída de los precios del petróleo.

Las perspectivas son también bastante variadas en otras partes del mundo. Después de tantos años de lento crecimiento de la economía japonesa, debido en gran medida a reducciones de la inversión, resulta complicado anticipar una mejora. Aun así, es preciso señalar que el grado de reducción de la deuda empresarial ha sido considerable y que los beneficios de explotación de un buen número de grandes empresas han aumentado de forma apreciable. El punto de inflexión podría acontecer en algún momento cercano, aunque nunca es fácil predecir exactamente cuándo. Por lo que se refiere a China y la India, el consenso actual es que se mantendrá la reciente pauta de crecimiento estable y ágil. Por otra parte, se espera que la demanda procedente de la propia región contribuya en mayor medida a que se produzca una expansión vigorosa en el resto de Asia. Sin embargo, la epidemia del SARS podría perjudicar la producción en China y minar la confianza de los consumidores de otros países de forma considerable. También parecen mejorar las perspectivas de las principales economías latinoamericanas, ya que la mayor estabilidad política y la confianza renovada en los mercados financieros han contribuido a una cierta recuperación desde la desaceleración anterior.

El modo en que las distintas regiones geográficas evolucionen a lo largo del próximo año dependerá hasta cierto punto de las fluctuaciones de los tipos de cambio, en especial frente al dólar. En principio, los países acreedores deberán estar dispuestos a aceptar la apreciación de sus divisas al objeto de permitir el ajuste de los países deudores, como Estados Unidos. En la práctica, dadas las inciertas perspectivas de crecimiento interno, algunos países asiáticos acreedores ya han comenzado a oponerse a la apreciación mediante la utilización de variados procedimientos, tanto convencionales como no convencionales. Por una parte, esta conducta podría ser positiva si produjera unos tipos de interés más bajos que estimularan la demanda interna. Por la otra, dicha resistencia a la apreciación en Asia significa que, probablemente, la carga del ajuste del tipo de cambio recaerá de manera desproporcionada sobre las monedas en régimen de verdadera flotación libre, como el euro. Otro factor que potencialmente podría influir sobre el valor relativo de las principales monedas sería una erosión de la tendencia de los países acreedores a mantener sus reservas básicamente en dólares, como hacen en la actualidad.

Las fluctuaciones de los tipos de cambio no sólo afectan a la producción, sino también a los niveles de precios. Los efectos directos del mecanismo de transmisión de los movimientos del tipo de cambio a los precios parecen haberse debilitado en los últimos años, tanto en los países industrializados como en las economías de mercado emergentes. Probablemente, esta situación es el resultado de unas políticas más adecuadas de contención de la inflación, que se ven fortalecidas mediante una consolidación más firme de las expectativas de inflación en niveles reducidos. Sin embargo, todavía parecen

sustanciales los efectos indirectos sobre los precios internos, los cuales reflejan cambios en la producción debido a los efectos de la sustitución del comercio y de la valoración de activos. Por ello, la apreciación podría ser particularmente desfavorable en economías como las de Japón y China, donde la deflación es ya una realidad. Pero también podría complicar la situación en un número creciente de países en los que la inflación se sitúa en un nivel tan reducido que no puede descartarse una deflación. Asimismo, los conocidos sesgos muestrales, que en muchos países afectan a la medición del IPC, unidos a la tendencia generalizada a sobrestimar la inflación futura, indican que debe considerarse seriamente esa posibilidad de deflación.

Es preciso reconocer que la deflación no es necesariamente una circunstancia desfavorable si lo que refleja son perturbaciones positivas de la oferta combinadas con una deseable tasa de inflación inicialmente baja. Sin embargo, los problemas pueden aparecer si las condiciones son otras. Uno de ellos sería la fuerte resistencia a las reducciones de los salarios nominales. De este modo, si los descensos de los precios fuesen mayores que los incrementos de la productividad, los costes laborales unitarios aumentarían y el empleo se resentiría. Un segundo problema lo crea el límite cero de los tipos de interés nominales, que genera una peligrosa dinámica, puesto que los tipos de interés reales esperados podrían aumentar al incrementarse la deflación. Por último, un descenso de la inflación por debajo del nivel previsto cuando se cerraron los contratos de tipo de interés tiende a elevar el coste de su servicio en términos reales; además, cuanto mayor sea el volumen de endeudamiento, mayor será la carga sobre el prestatario. La dificultad que entraña la situación actual es que parecen coincidir muchas de las condiciones necesarias para que la deflación se convierta en un problema. En muchos países, los tipos de interés oficiales ya se sitúan en niveles muy reducidos, los volúmenes de deuda nunca han sido tan elevados y no parece probable que se recorten los salarios nominales.

Un aspecto positivo de la evolución económica reciente ha sido la relativa capacidad de reacción del sistema financiero internacional y especialmente de los bancos. Aun así, ya han comenzado a aparecer algunas tensiones que probablemente se agudizarán si la expansión prevista no logra consolidarse. Parece presumible que el precio de las acciones se vea afectado en cierta medida, puesto que los precios actuales, especialmente en Estados Unidos, sólo pueden justificarse mediante expectativas de una recuperación económica y de un fuerte incremento de los beneficios. Estos efectos negativos podrían acentuarse aún más si, en este entorno de alteraciones, las primas de riesgo exigidas a los valores de renta variable comenzasen a aumentar. Los diferenciales crediticios también podrían verse afectados, ya que normalmente crecen cuando los precios de las acciones caen, y han descendido recientemente de forma considerable. Por último, los precios de los bienes raíces también podrían reducirse o, al menos en el caso de la vivienda, dejar de subir. Los precios actuales de la vivienda permanecen en máximos históricos en una serie de países, mientras que la experiencia pasada indica que deberían haber seguido, con cierto retraso, el descenso de las cotizaciones bursátiles. Todos estos efectos sobre los precios podrían

perjudicar posteriormente a los balances de las empresas y al patrimonio neto de los hogares, lo que tendería a frenar el gasto.

Incluso si esta combinación de acontecimientos se considerase improbable, sin duda sería prudente que las autoridades económicas reflexionasen acerca de su posible impacto en la solidez del sistema financiero. La proporción que representan los préstamos bancarios para bienes raíces sobre el total de préstamos ha ido creciendo paulatinamente en un conjunto de países, lo que señala una exposición creciente a las caídas de precios. Si los precios de los activos financieros descendieran más, resultaría especialmente incómodo para los bancos alemanes y japoneses, ya que ambos conjuntos de entidades están tratando de incrementar sus beneficios de explotación. Un nuevo episodio de debilidad económica también sería inquietante para los bancos de las economías de mercado emergentes, muchos de los cuales nunca han tenido que hacer frente a tales eventos en un entorno de mercados liberalizados. Los bancos de Asia son predominantemente de propiedad nacional y, en muchos países de la región, continúan sin resolverse los problemas de los créditos fallidos procedentes de la última crisis. En América Latina y Europa oriental, aunque la propiedad de los bancos es mayoritariamente extranjera, ello también implica que la contención de la actividad en los países industrializados podría amenazar la disponibilidad de crédito en otras zonas.

Caídas adicionales de los precios de los activos financieros también podrían poner en dificultades a las compañías de seguros y a los fondos de pensiones que ya han sufrido duros reveses. La inquietud acerca de la capacidad de estas instituciones para cumplir sus compromisos a largo plazo podría minar la confianza de los consumidores y la propensión a ahorrar. Además, las compañías de seguros y las reaseguradoras han asumido riesgos de crédito, cuyo volumen todavía no se ha determinado, mediante instrumentos de transferencia del riesgo de crédito. Si estas empresas, por motivos de prudencia, adoptasen medidas para reducir su participación en el mercado de transferencia del riesgo de crédito, tales medidas podrían afectar negativamente a la operativa de este mercado y quizás, también a la propia disposición de los prestamistas de origen a proporcionar financiación.

Las repercusiones de nuevas pérdidas en los fondos de pensiones serían bastante distintas. En el caso de sistemas de prestaciones definidas, las pérdidas constituyen, en primer lugar, un derecho sobre los beneficios de la empresa matriz. En casos extremos, la calificación de las empresas matrices se reduciría o incluso podrían verse obligadas a quebrar si el volumen de pérdidas fuera suficientemente elevado. Dado que unos beneficios más escasos implican unos precios de las acciones más reducidos, una situación de este tipo repercute en otros fondos de pensiones de una forma similar a como lo hacen las participaciones cruzadas directas. Si bien estos problemas sólo parecen afectar a un número limitado de compañías consolidadas, entre éstas se encuentran algunas de las más conocidas internacionalmente.

Otras posibles vulnerabilidades financieras en el futuro parecen menos preocupantes cuando se las compara con las inquietudes que suscita la posibilidad de que se acentúe la debilidad económica. Un conjunto de

preocupaciones, al que se ha prestado atención a raíz del Nuevo Acuerdo de Capital de Basilea, tiene que ver con el riesgo operativo del sistema financiero. Dado que los sistemas son cada vez más complejos (especialmente los diseñados para la cobertura del riesgo), son más intrincados desde el punto de vista jurídico y dependen en mayor medida de la tecnología, es evidente que la posibilidad de que algo vaya mal aumenta. Además, al término de un periodo de auge, es habitual que surjan todo tipo de conductas fraudulentas o, en el mejor de los casos, dudosas, lo que conduce a litigios y acuerdos potencialmente costosos. Un segundo conjunto de inquietudes tiene que ver con el aumento de la volatilidad en los mercados financieros y con la posibilidad de que algunas instituciones financieras no dispongan de los medios suficientes para protegerse de dicha volatilidad. Un ejemplo concreto sería la posibilidad de una subida drástica y repentina de los tipos de interés a largo plazo y sus efectos sobre las instituciones que básicamente se endeudan a corto plazo y conceden crédito a largo plazo. Por último, un tercer grupo de inquietudes está relacionado con las recientes tendencias hacia la consolidación en determinados mercados financieros. Dado el volumen creciente de negociación entre las grandes firmas, si se percibe que una contraparte atraviesa dificultades, éstas podrían extenderse a otras empresas con gran rapidez. Asimismo, los principales agentes son capaces de impulsar los mercados de una forma que podría afectar el precio y la disponibilidad de las coberturas necesarias. De este modo, cabe la posibilidad de que las perturbaciones idiosincrásicas se conviertan en sistémicas.

La estabilidad del sistema financiero observada hasta ahora se ha atribuido normalmente al fortalecimiento de su orientación hacia el mercado. En particular, la proporción que representan los préstamos concedidos por los bancos en Estados Unidos sobre el total de créditos ha disminuido de manera drástica. Los mercados son ahora más completos, en el sentido de que ofrecen a los prestatarios una creciente diversidad de canales para la obtención de financiación. De igual manera, los mercados parecen contar con una mayor capacidad de adaptación. En la actualidad, las pérdidas tienden a dispersarse en mayor medida por los mercados financieros, una tendencia más acusada recientemente gracias a la progresiva utilización de instrumentos de transferencia del riesgo de crédito. Al estar los mercados interrelacionados, se facilita la absorción de potenciales perturbaciones. Obtener y evaluar información acerca del valor de los activos resulta ahora más sencillo y asequible para los usuarios, lo que reduce presumiblemente el riesgo de contraparte y contribuye al funcionamiento de los mercados incluso en situaciones de tensión.

Aun así, sería ingenuo suponer que este sistema carece de deficiencias. El hecho de que los prestatarios puedan utilizar una amplia gama de canales de obtención de crédito podría fácilmente tentarles a endeudarse excesivamente. Esto sería especialmente probable si los prestatarios de origen prescinden de la diligencia debida al conceder créditos, al suponer que incluso los préstamos fallidos pueden transferirse a otros agentes mediante los mecanismos de mercado. La capacidad de reacción que supuestamente confiere la transferencia de riesgos, especialmente fuera del sistema bancario,

depende de una mayor dispersión de los riesgos y de que éstos acaben en manos de los agentes con mayor capacidad para asumirlos. Sin embargo, apenas existen pruebas concluyentes que avalen cualquiera de estas dos hipótesis. Los mercados relacionados entre sí pueden, por una parte, amortiguar las perturbaciones, pero de otro lado, también podrían acarrear nuevas dificultades a sectores que ya estuvieran en peligro, cuya magnitud podría ser suficiente como para colocarlos al borde de la insolvencia. Por último, la provisión de información fidedigna sobre el valor resulta costosa para los productores. Si la eficiencia de los mercados impidiera que los proveedores de información obtuviesen beneficios, la calidad de la información recogida podría deteriorarse, lo que conduciría a su vez a un establecimiento erróneo de precios en el mercado y a una asignación ineficiente de los recursos. Cabe argumentar que así ocurrió exactamente en los últimos años de la década de los 90. En resumen, los resultados razonablemente satisfactorios cosechados hasta ahora no debieran instalarnos en la complacencia con respecto a la estabilidad financiera, ni siquiera con respecto a la estabilidad monetaria.

Políticas para lograr la estabilidad monetaria y financiera

Observada en retrospectiva, la pasada década nos revela una cierta paradoja. Las políticas encaminadas a lograr la estabilidad monetaria, definida como un bajo nivel de inflación, parecen haber tenido mucho éxito en la mayoría de los países industrializados y en gran parte de Asia. Incluso en América Latina, África y Europa central y oriental, las tasas de inflación han experimentado importantes reducciones. Además, la volatilidad del crecimiento del producto parece haber disminuido en muchas regiones, coincidiendo con las expectativas de los que abogaban por una inflación reducida. Al mismo tiempo, parece haber aumentado la incidencia de las tensiones financieras y de las crisis propiamente dichas. Diversos países parecen haber sufrido por excesos de optimismo y de expansión del crédito, por burbujas de gasto y de precios de los activos, así como por problemas en los balances empresariales que posteriormente se trasladaron al sistema financiero. Es evidente que el logro de la estabilidad de precios, con sus incuestionables méritos, no ha sido suficiente para impedir que se produjeran inestabilidades financieras. La posible aparición de deflación, con todos los riesgos contractivos que conlleva, avala asimismo esta conclusión.

Es importante dilucidar las causas del aumento de la inestabilidad financiera observado en los últimos años. Una posible explicación sería que dicho aumento no es más que un mero subproducto de los procesos de desregulación y liberalización de los sistemas financieros emprendidos en muchos países. Desde una perspectiva pesimista, cabría argumentar que estos sistemas reformados siempre asignan los recursos de forma más eficiente, pero que su naturaleza es más procíclica a lo largo del tiempo y más propensa a las crisis. Un enfoque más optimista llevaría a afirmar que es posible que la elevada incidencia de la crisis financiera recientemente acontecida no sea inherente a un sistema financiero liberalizado, sino que sea una consecuencia

transitoria del propio proceso de desregulación. La transición de la economía mundial desde un entorno de elevada inflación a otro de baja inflación también podría haber contribuido a aumentar la probabilidad de que se produzcan crisis. A medida que la inflación disminuía, podrían haberse generado expectativas de un crecimiento más estable y de una menor varianza de los flujos de ingresos previstos. Esta circunstancia habría reducido la prima de riesgo aplicada a las inversiones. Al mismo tiempo, puesto que tanto los tipos de interés nominales como los reales se han reducido desde unos niveles elevados, los inversionistas podrían haberlos considerado inadecuados y haber adoptado unas estrategias de inversión más agresivas. Con el paso del tiempo, la acumulación de experiencia y una baja inflación continuada, debieran reducirse estas tendencias al exceso en el sector privado, al tiempo que habría de aumentar la capacidad del sector público para moderarlas.

Con independencia de que los problemas de inestabilidad financiera se consideren elementos de carácter permanente o meramente transitorio, el procedimiento para disminuir la probabilidad y los costes de estas tensiones continúa siendo una importante cuestión para la política económica. Una posibilidad ampliamente debatida consiste en utilizar la política monetaria de manera preventiva al objeto de moderar los ciclos crediticios. La adopción de medidas monetarias más restrictivas, cuando la inflación del IPC está inicialmente bajo control, probablemente supondría quedarse por debajo del objetivo de IPC a corto plazo. Sin embargo, esta política tendría sentido si lo que se pretende es reducir el riesgo de quedarse todavía más lejos de dicho objetivo después, una vez que los desequilibrios financieros fueran desplegando todos sus efectos. Interpretada de ese modo, esta estrategia preventiva de las autoridades monetarias podría justificarse como el menor de los males en un marco de objetivos de inflación. Lamentablemente, persisten otros problemas. Un aumento de los tipos de interés que logre contrarrestar las expectativas extraordinariamente exuberantes en algunos sectores de la economía causaría estragos en otros sectores. Además, también sería difícil convencer al público de la necesidad de aplicar dicha política. En este contexto, sería muy útil contar con unos indicadores más fiables sobre posibles crisis futuras, tanto para formular decisiones de política monetaria como para justificar actuaciones preventivas ante el público.

Otra opción consistiría en ceder protagonismo al marco prudencial. Aunque fuera posible minimizar los excesos del sector privado, más importante sería mantener un correcto funcionamiento del sistema financiero incluso tras el estallido de una burbuja crediticia o del precio de los activos. Si buena parte de las dificultades económicas procediese de la dispersión de los efectos de los créditos fallidos por el sistema financiero, este enfoque prudencial gozaría de un atractivo indiscutible. La aplicación del Nuevo Acuerdo de Capital de Basilea, con la cultura de mejora de la gestión del riesgo que lleva aparejada, sería un paso importante en la dirección correcta. A más largo plazo, también sería positivo introducir cambios en la dotación de provisiones o en otros procedimientos encaminados a promover la acumulación de capital durante las fases de bonanza económica. Sin embargo, una vez más existen limitaciones inherentes a esta táctica. Resulta más

sencillo moderar los excesos cometidos por las instituciones financieras bajo supervisión que los resultantes de la concesión de crédito a través de los mercados financieros, a lo que se une la creciente importancia relativa de esta última fuente de crédito. Además, sigue escaseando la información sobre el mecanismo de transferencia del riesgo crediticio dentro del sistema financiero. En cualquier caso, los reguladores financieros necesitarán estímulos para no centrarse tanto en la protección del consumidor y preocuparse más por los riesgos del conjunto del sistema y por las medidas que podrían tomar para mitigarlos. También tendría que reconocerse de un modo más explícito la necesidad de una interacción más formal entre los bancos centrales y los reguladores en este ámbito de interés mutuo.

Lo que no se puede poner en tela de juicio es la necesidad de reforzar todavía más los fundamentos institucionales del sistema financiero. Diversos informes recientes han facilitado un conjunto de sugerencias que merecen una seria consideración. Un esclarecedor informe del G-30 ha abordado los riesgos que todavía existen en la liquidación de las operaciones transfronterizas con valores. Asimismo, el reciente acuerdo para trabajar en pos de un sistema compatible de normas contables internacionales está en espera de ser puesto en práctica. Es preciso establecer unos órganos nacionales de vigilancia de las firmas auditoras, que operen con arreglo a unos principios consensuados de ámbito internacional. Asimismo, deben identificarse y abordarse los conflictos de interés existentes en las estructuras de gobierno de las empresas en general, y de las entidades financieras en particular. Si la confianza en la integridad del sistema capitalista resulta crucial para su correcto funcionamiento, es importante entonces que los que cometan actos ilícitos sean sancionados de forma ejemplar. A la vista de los flagrantes excesos de los últimos años, no queda del todo claro que se haya realizado un esfuerzo suficiente para restaurar la confianza en el sistema.

Lo anterior está relacionado sobre todo con medidas preventivas encaminadas a moderar la aparición de desequilibrios económicos y financieros y, por ende, a preservar la estabilidad monetaria y financiera. No obstante, en las actuales circunstancias, parece apropiado preguntarse cuál sería el método óptimo de articulación de las políticas públicas una vez que se han producido tales excesos, desplazando así el foco de atención desde la prevención hacia el remedio. En esta línea, y a la luz de la experiencia japonesa en particular, también sería útil discutir las opciones de las que dispone la política monetaria en casos de auténtica deflación. En tales circunstancias, ciertos instrumentos podrían perder su eficacia, mientras que otros podrían adquirirla. También se sitúa en un primer plano la cuestión de la complementariedad y de los paquetes de medidas de política monetaria.

Las autoridades monetarias cuyos esfuerzos se centran primordialmente en la consecución de un objetivo de inflación, podrían enfrentarse a un dilema tras la finalización de un periodo de auge. A medida que las autoridades vean expandirse los efectos de los desequilibrios previos o conforme aumente su preocupación al respecto, se irán percatando de la necesidad de aplicar una drástica relajación de la política monetaria para intentar evitar que el nivel

efectivo de los precios se sitúe por debajo del objetivo. El comportamiento de la Reserva Federal durante los dos últimos años parece responder a este tipo de preocupaciones. Si la inestabilidad financiera también preocupa de forma inmediata, la tendencia a relajar la política monetaria se verá acentuada, como parece que ha sucedido en Japón. Las mismas conclusiones se derivan cuando se considera que los canales de transmisión de una política más expansiva se han visto coartados de alguna manera. Por ejemplo, en Estados Unidos, durante 2001 y buena parte de 2002, unos tipos de interés oficiales sustancialmente más reducidos coincidieron con unos tipos de interés más elevados de los bonos corporativos, con unos precios más bajos de las acciones y con aumentos del valor del dólar. Todo ello constituyó una justificación más de la pronunciada relajación de la política monetaria aplicada por la Reserva Federal.

Este dilema sólo se plantea si dicha relajación amenaza con exacerbar los desequilibrios, ya sea en mercados donde se originaron o en otros mercados. Durante el periodo analizado, el Banco de Inglaterra y otros bancos centrales se enfrentaron a los problemas derivados de antiguos desequilibrios. Aunque muchos indicadores parecían señalar la conveniencia de una expansión monetaria, la inquietud acerca de unas subidas aún más pronunciadas de los precios en el mercado de la vivienda sugería avanzar en la dirección contraria. Es muy posible que el problema de los nuevos desequilibrios haya aparecido en Estados Unidos, donde la relajación monetaria, primero tras la crisis del LTCM y después tras el desplome de las cotizaciones bursátiles, pudiera haber contribuido a estimular nuevas subidas de precios en el mercado de la vivienda. Si bien el consiguiente incremento en el gasto ha sido a todas luces deseable, dada la situación cíclica de la economía estadounidense, también pudiera ocurrir que cualquier desaceleración posterior fuera más intensa debido a la acumulación de deuda fomentada entre tanto.

Teniendo en cuenta la experiencia japonesa reciente, también merece la pena preguntarse de qué modo la política monetaria podría estimular la demanda en una coyuntura en la que los tipos de interés oficiales han llegado a su límite inferior cero. En este entorno, podrían ser necesarios métodos no convencionales de expansión de la liquidez. El banco central podría decidir ampliar la gama de activos que está dispuesto a adquirir, es decir, activos financieros ante todo, pero también activos reales si fuese preciso. Sin embargo, estas compras podrían suscitar cuestiones delicadas, incluso con respecto a la cooperación entre agencias públicas y la independencia del banco central.

Lo normal sería que el banco central contemplase, en primer lugar, compras a gran escala de deuda pública a largo plazo. En la medida en que cayesen los tipos de interés a largo plazo, esta medida estimularía positivamente la economía. Sin embargo, si los tipos de interés a largo plazo invirtiesen en última instancia su tendencia inicial, el propio banco central podría incurrir en fuertes pérdidas y verse obligado a solicitar una recapitalización al Gobierno. Las adquisiciones de activos nacionales no convencionales plantearían problemas similares, puesto que implicarían una absorción de riesgos del sector privado por parte del banco central y de nuevo

la posibilidad de pérdidas. De hecho, dado que la magnitud de las compras necesarias para revertir las expectativas de futuros movimientos de precios podría ser muy elevada, las pérdidas potenciales también podrían ser muy importantes.

La percepción de estos problemas entre distintas autoridades no debiera constreñir las políticas públicas. Lo ideal sería que el Gobierno fijara el nivel de riesgo que está dispuesto a asumir, para luego decidir cómo debería repartirse entre el Gobierno y el banco central. Podría introducirse explícitamente algún sistema de objetivos de inflación para atemperar las inquietudes acerca de la imposición de corsés políticos a la independencia del banco central y del mantenimiento de éstos incluso tras el retorno a épocas de bonanza. Sin embargo, el fin último de ese método no sería tanto luchar contra la deflación como garantizar que la inflación se mantenga bajo control, toda vez que los métodos no convencionales de inyección de reservas monetarias comiencen a surtir efecto.

La decisión del banco central o del Gobierno de ampliar la liquidez interna mediante compra de divisas en los mercados de cambio plantearía otro problema entre autoridades públicas. Esa política podría interpretarse como una depreciación controlada, como a veces se sugiere para el yen, o podría ser una medida encaminada a frenar una apreciación de la moneda nacional, como algunos señalan actualmente en el caso del euro. En cualquiera de los dos casos, los efectos sobre el resto de divisas podrían no satisfacer a los Gobiernos de los demás países. Así pues, parece clara la necesidad de entablar algún tipo de diálogo a fin de evitar intentos de devaluación competitiva que podrían incluso conducir al proteccionismo. En el caso de la zona del euro, donde los tipos de interés oficiales aún se sitúan bastante por encima de cero, la respuesta a una apreciación del euro excesivamente desinflacionaria bien podría ser una reducción de los tipos de interés, en lugar de una intervención.

La referencia a la creciente necesidad de cooperación entre las autoridades monetarias y fiscales, en momentos en los que la eficacia de la política monetaria se ve limitada, suscita directamente la cuestión de la política fiscal. Una expansión fiscal sería útil siempre que la economía no fuese demasiado abierta, pero su conveniencia debe depender de los niveles iniciales de deuda y de presión fiscal, más que del tamaño del déficit público. Considerado de este modo, el margen de maniobra en materia fiscal varía entre los países europeos. En concreto, algunos de los mayores países de Europa están haciendo frente a las dolorosas consecuencias de no haber adoptado una política más restrictiva en los momentos de coyuntura favorable. En Japón, los problemas relativos al aumento de la deuda pública son incluso más acuciantes. El potencial para la aplicación de medidas expansivas parece ser mayor en Estados Unidos y en una serie de países asiáticos, aunque los efectos estimuladores podrían verse reforzados si tales medidas se enmarcasen dentro de una estrategia creíble a medio plazo que garantizase la sostenibilidad fiscal a lo largo del tiempo. A este último respecto, las modificaciones recientemente realizadas en la legislación tributaria de EEUU no han surtido efecto.

El modo en que el Gobierno estimula la economía también marca diferencias. Por ejemplo, los despilfarros (puentes a ninguna parte) posiblemente inspiren menos confianza y fomenten en menor medida el gasto que los egresos realizados con una tasa de rendimiento social positiva. Por último, también puede ser crucial el método de financiación del déficit. El “lanzamiento de dinero desde un helicóptero”, recomendado a veces por los académicos, se reduce en esencia a algún tipo de estímulo fiscal financiado mediante la compra de deuda pública por parte del banco central. Una vez más, la cooperación entre los poderes públicos parece ser la clave de un resultado positivo.

Si bien el grado de cooperación en Japón ha sido hasta ahora inferior al óptimo, no puede negarse que se ha producido un gran estímulo monetario y fiscal. Su falta de éxito a la hora de generar un crecimiento autosostenido señala una complicación adicional que influye en el desarrollo de los periodos posteriores a las burbujas. Esta complicación podría caracterizarse mejor como un problema del lado de la oferta, aunque se manifiesta en forma de una demanda débil. En concreto, dados los altos niveles de exceso de capacidad y de deuda asociada, las perspectivas de rentabilidad pueden mantenerse poco halagüeñas durante muchos años. En un entorno así, la inversión no se puede recuperar, por lo que se hace necesario determinar con rapidez qué empresas mantienen deudas que no serían viables en circunstancias normales. En algunos casos, esto podría generar insolvencias y una reducción de la capacidad productiva, mientras que en otros casos, simplemente haría que los acreedores aceptasen minorar sus niveles de deuda. Dado que la recuperación económica también requiere que el sistema financiero esté dispuesto a conceder nuevos créditos, esta eliminación contable de pérdidas de empresas hubiera necesitado, en el caso japonés, una recapitalización del sistema financiero, combinada con medidas que garantizaran su rentabilidad futura. Tras observar la capacidad de adaptación del sector empresarial estadounidense y la capacidad de reacción de su sistema financiero, resulta alentador que los problemas de Japón no hayan encontrado réplica en Estados Unidos.

Los cambios estructurales, ya sean de índole económica o financiera, siempre tropiezan con dificultades políticas. Esta situación resulta desafortunada, puesto que las economías que son más flexibles crecen a un ritmo mayor, tienen tasas de desempleo más reducidas y se adaptan mejor a las perturbaciones. Si estos beneficios ya se percibieran en Europa continental, los países de esta región gozarían de la ventaja añadida de un aumento de su capacidad de absorción de la demanda. Esta tendencia contrarrestaría las probables necesidades futuras de Estados Unidos, que van en la dirección contraria, con el fin de solventar sus acuciantes problemas de déficit exterior y de ahorro insuficiente por parte de los hogares. Los países asiáticos también contribuirían si adoptaran medidas adicionales encaminadas a estimular una demanda interna más vigorosa. De hecho, la carga del ajuste de los desequilibrios internacionales lógicamente debe recaer en mayor medida en los países acreedores considerados en su conjunto, toda vez que se tema más una deflación que la reaparición de la inflación. Las recientes declaraciones

realizadas por Gobiernos de países asiáticos y europeos demuestran que son muy conscientes de los beneficios que reporta el proceso de reformas estructurales. Sin embargo, se enfrentan a la oposición enérgica de aquellos que carecen de la visión necesaria para discernir los beneficios que proporciona a la comunidad en su conjunto, así como la de los que anteponen la posibilidad de incurrir en pérdidas personales a raíz de dicho proceso. Lo que se requiere ahora principalmente es el coraje político de llevar a buen puerto las reformas necesarias.

Actividades del Banco

En el presente capítulo se examinan las actividades realizadas el pasado año por el Banco y los grupos internacionales que tienen su sede en él. Estas actividades tienen por objeto fomentar la cooperación entre los bancos centrales y otras autoridades financieras y ofrecer servicios financieros a los bancos centrales que son nuestros clientes. También se ofrece una presentación general de los cambios significativos ocurridos en la organización y gestión internas del Banco. Los informes aquí mencionados, así como la mayor parte de los trabajos de investigación del Banco, pueden consultarse en la página de Internet del BPI (www.bis.org) u obtenerse, previa petición, en copia impresa. En la página del Banco en Internet también se puede obtener información sobre los principales comités permanentes que tienen su sede en el BPI.

1. Fomento de la cooperación internacional: contribución directa del BPI

Consultas periódicas sobre cuestiones monetarias y financieras

Las reuniones bimestrales de los Gobernadores de los bancos centrales miembros del BPI constituyen la principal contribución del Banco a la cooperación financiera internacional. Durante el periodo examinado, estas reuniones continuaron brindando a los Gobernadores y altos cargos de los bancos centrales la oportunidad de intercambiar puntos de vista sobre acontecimientos coyunturales y temas que interesan o preocupan actualmente. La reunión bimestral de noviembre de 2002 tuvo lugar en el Banco de México, en Ciudad de México.

Con ocasión de los encuentros bimestrales, se organizan diversas reuniones, cada una con un grupo distinto de participantes. Las *Reuniones sobre la Economía Mundial* congregan a los Gobernadores de los bancos centrales de los principales países industrializados y economías de mercado emergentes para debatir la evolución reciente y las perspectivas de economías y mercados financieros clave. Durante el año examinado, los Gobernadores trataron de evaluar la fortaleza de la economía mundial en el contexto de un clima especialmente incierto. La incertidumbre estaba relacionada en gran medida con los efectos de una prolongada caída de los precios de las acciones, la preocupación por la sostenibilidad de la deuda en algunas grandes economías de América Latina, la deflación en diversas economías asiáticas, las posibles tensiones en algunos sectores financieros y, a medida que avanzó el año, las tensiones geopolíticas en torno a Iraq.

Durante las *reuniones de los Gobernadores de los países del G-10*, se analizaron con más detalle aspectos específicos del ciclo económico, prestando a menudo especial atención a las medidas económicas que podrían adoptarse en caso de un brusco debilitamiento de la economía mundial. Los Gobernadores de los países del G-10 también fueron informados sobre los asuntos analizados por los comités a su cargo y aprobaron algunos documentos elaborados por éstos para su publicación o consulta (véase más adelante). En marzo de 2003, los Gobernadores se reunieron con los responsables de los organismos de supervisión bancaria (distintos de bancos centrales) de los países del G-10 para examinar los progresos realizados en la redacción del Nuevo Acuerdo de Capital de Basilea (véase más adelante) e intercambiar puntos de vista sobre su posterior aplicación.

Coincidiendo con las reuniones bimestrales, se celebra un encuentro al que son invitados todos los Gobernadores de los bancos centrales participantes y en el que se aborda con profundidad un determinado asunto de especial interés para los bancos centrales. Durante el periodo examinado, en estas *Reuniones de todos los Gobernadores* se debatió una amplia variedad de cuestiones relacionadas con la estabilidad monetaria y financiera, entre las que figuran las consecuencias de los cambios demográficos para la macroeconomía y el sistema financiero, la contabilidad en el sector financiero, las crisis de confianza y la sostenibilidad de la deuda, el problema de la deflación y los enfoques adoptados por los bancos centrales para la comunicación con el público.

El Banco continuó organizando reuniones de alto nivel entre los Gobernadores de los bancos centrales y altos representantes del sector financiero. Durante el periodo examinado se celebraron tres, en las que tuvo lugar un fructífero intercambio de opiniones sobre la interacción de los acontecimientos del sector financiero y la coyuntura económica y sobre la manera de hacer frente a las deficiencias existentes o potenciales de la infraestructura actual de los mercados financieros.

Al margen de las reuniones bimestrales, a lo largo del año se celebró una serie de encuentros sobre cuestiones de especial interés para los bancos centrales, en algunos casos con la participación de un variado grupo de expertos financieros del sector público y privado.

Entre estas reuniones figuran los tradicionales encuentros de primavera y otoño de economistas de los bancos centrales. La *Reunión Primavera de Economistas* giró en torno a importantes cuestiones de la coyuntura actual y de las perspectivas futuras. En la *Reunión de Otoño de Economistas de Investigación* se examinaron los nuevos retos que suponen para los bancos centrales un clima de inflación baja y estable, las transformaciones por el lado de la oferta, la liberalización de los mercados financieros y los ciclos pronunciados en el precio de los activos y en el crédito.

También se organizaron varias reuniones extraordinarias en la sede del Banco, así como en su Oficina Asiática (véase más adelante). En septiembre de 2002, se debatieron tanto los aspectos económicos y jurídicos de las zonas monetarias regionales como el uso de monedas extranjeras entre un grupo de bancos centrales que ya tienen un régimen de ese tipo o que pretenden establecer uno. En una conferencia celebrada en marzo de 2003, los

principales bancos centrales y los expertos académicos analizaron la relación entre la estabilidad monetaria, la estabilidad financiera y el ciclo económico. El BPI también organizó, en colaboración con la Università Bocconi de Milán, una conferencia sobre el riesgo y la estabilidad en el sistema financiero, como parte de las celebraciones del centenario de la universidad. La conferencia reunió a investigadores de bancos centrales e instituciones académicas y en ella se estudió el papel que desempeñan los mercados, los empresarios y los reguladores en el fomento de la solidez del sistema financiero.

Un número significativo de reuniones giró en torno a temas de especial importancia para los países con economías de mercado emergentes. Al igual que en años anteriores, se organizaron grupos de trabajo sobre política monetaria regional en Asia (en Manila, Filipinas, en junio de 2002), América Latina (en Cartagena, Colombia, en octubre de 2002) y Europa (en Varsovia, Polonia, en febrero de 2003). En la *Reunión de Subgobernadores* que se celebra anualmente en Basilea se examinaron las consecuencias de la política fiscal para los bancos centrales de las economías de mercado emergentes. Para celebrar la inauguración de la Oficina de Representación para las Américas (véase más adelante), se organizó una mesa redonda sobre la elección de los sistemas de tipos de cambio en la que participaron Gobernadores de bancos centrales de América Latina y de otras economías de mercado emergentes. Por último, en diciembre de 2002, los Gobernadores de los bancos centrales de África se reunieron en Basilea para analizar durante dos días una amplia variedad de cuestiones importantes para sus bancos centrales.

Otras áreas de cooperación entre bancos centrales fomentadas por el BPI

Gobernabilidad de los bancos centrales

El objetivo de las tareas sobre gobernabilidad de bancos centrales realizadas por el BPI es compilar, analizar y difundir información sobre cuestiones institucionales y organizativas de interés para los bancos centrales. Estas actividades están dirigidas por el Grupo de Coordinación sobre la Gobernabilidad de los Bancos Centrales y se realizan a través de la Red sobre la Gobernabilidad de los Bancos Centrales. El Grupo de Coordinación está formado por ocho Gobernadores de un grupo de bancos centrales ampliamente representativos. La Red abarca actualmente unos 40 grandes bancos centrales y autoridades monetarias de todo el mundo.

El Grupo de Coordinación orienta al Banco sobre la mejor manera de responder a las necesidades de los bancos centrales en materia de información sobre gobernabilidad y analiza cuestiones de interés para los Gobernadores. Siguiendo los consejos del Grupo de Coordinación, el Banco ha concedido prioridad a las solicitudes de los bancos centrales que son fundamentales para el funcionamiento eficaz de las autoridades monetarias independientes y transparentes. Durante el año examinado, la demanda de información sobre la gobernabilidad abarcó una amplia variedad de asuntos. La cooperación colegiada de los miembros de la Red sobre la Gobernabilidad para suministrar

información en beneficio de la comunidad de bancos centrales fue, una vez más, un activo fundamental para este trabajo. Gracias a ella, el Banco pudo aumentar su base de datos sobre información al respecto, que está actualmente a disposición de los bancos centrales a través de Internet.

Cooperación en estadística

El BPI continuó colaborando estrechamente con los bancos centrales y otras organizaciones internacionales en diversos ámbitos relacionados con la estadística. El año pasado, siete nuevos bancos centrales de economías de mercado emergentes comenzaron a suministrar periódicamente datos económicos, monetarios y financieros y otros siete se inscribieron en el Banco de Datos del BPI. Existen varias iniciativas en marcha para ampliar los temas que abarca el Banco de Datos, especialmente en el campo de la estabilidad financiera.

Los bancos centrales de grandes centros financieros continuaron intercambiando con el BPI estadísticas exhaustivas sobre la actividad de préstamo internacional de los bancos de su jurisdicción, tanto desde el punto de vista de las balanzas de pagos como desde un punto de vista consolidado. En respuesta a las recomendaciones del Comité sobre el Sistema Financiero Global (véase más adelante), el BPI y los bancos centrales declarantes trazaron el año pasado nuevas directrices para mejorar la información acerca de las exposiciones consolidadas de los bancos comerciales al riesgo-país, sobre la base del riesgo último. De esta manera se dispondrá de datos más detallados y amplios sobre los tipos específicos de exposición al riesgo-país, incluidas las posiciones fuera de balance relacionadas con las transacciones bancarias con derivados.

En respuesta a las recomendaciones realizadas por el Comité de los Mercados (véase más adelante), se llegó a un acuerdo sobre la metodología que se utilizaría en la siguiente Encuesta Trienal a los Bancos Centrales sobre los Mercados de Divisas y de Derivados, prevista para 2004. Los bancos centrales y el BPI también han estado investigando cómo mejorar o complementar los mecanismos de información de las encuestas actuales del BPI sobre derivados para tener en cuenta las transferencias de riesgo crediticio.

El año pasado, el BPI elaboró y publicó una nueva versión de su *Guía sobre estadísticas financieras internacionales*, que abarca no sólo las estadísticas del BPI sobre banca internacional y divisas, sino también las de títulos y derivados. La nueva guía incluye una evaluación de la calidad de las estadísticas del BPI, así como una indicación sobre cómo utilizar estos datos para analizar los movimientos de capital y la evolución de los mercados financieros internacionales. Por ejemplo, las estadísticas del BPI sobre banca y títulos constituyen un importante elemento de las estadísticas conjuntas del BPI, el FMI, la OCDE y el Banco Mundial sobre deuda externa, recopiladas a partir de información sobre los acreedores recogida por estos organismos internacionales. Para resolver las discrepancias —en ocasiones notorias— entre estos datos sobre deuda externa y los que recogen los propios países deudores, el BPI realizó un estudio para identificar las principales diferencias entre los datos de los acreedores y de los deudores y

organizó una reunión de trabajo con los bancos centrales de los mercados emergentes para analizar la cuestión. En diciembre de 2002, se publicó un informe con los resultados de esta reunión de trabajo y del estudio.

En agosto de 2002, el BPI celebró la primera conferencia independiente del Comité Irving Fisher sobre Estadísticas de los Bancos Centrales (IFC), foro de debate sobre cuestiones estadísticas de interés para sus más de 60 bancos centrales miembros. En la conferencia se examinaron los retos a los que se enfrentan las actividades estadísticas de los bancos centrales con respecto a la estabilidad tanto monetaria como financiera. También se prestó atención a la colaboración con las oficinas estadísticas nacionales y a la mejora de la utilización y la utilidad de las estadísticas de los bancos centrales (véase www.ifcommittee.org).

Por último, se han adoptado medidas para estrechar la colaboración internacional sobre estándares electrónicos para el intercambio de información estadística, en respuesta a una petición de los participantes en el Banco de Datos. Se lanzaron varios proyectos en el marco de la iniciativa sobre el Intercambio de Datos y Metadatos Estadísticos (SDMX), en la que el BPI trabaja en colaboración con el BCE, Eurostat, el FMI, la OCDE y la ONU. Todos los organismos patrocinadores se han puesto de acuerdo en aplicar un formato común de intercambio de mensajes estadísticos actualizado, el llamado Generic Statistical Message for Batch Exchange of Time Series (GESMES/TS). Esto supondrá un significativo ahorro de costes para los bancos centrales, puesto que ya no tendrán que suministrar y recibir datos estadísticos en diversos formatos. También está preparándose una demostración de cómo las nuevas tecnologías basadas en la Web pueden mejorar la recogida y la compilación de información estadística y su difusión a través de Internet. Las estadísticas conjuntas del BPI, el FMI, la OCDE y el Banco Mundial sobre deuda externa se utilizan como caso práctico. Algunos bancos centrales contribuyen a los diversos proyectos, que se encuentran en su página de Internet (www.sdmx.org).

Cooperación con los grupos regionales de bancos centrales

Los bancos centrales colaboran no sólo a través de las actividades propias del BPI sino también en diversas partes del mundo a través de las asociaciones regionales de bancos centrales. Los grupos regionales constituyen un foro eficaz para difundir información sobre las actividades del BPI y para entablar relaciones con bancos centrales que no participan directamente en estas actividades. Esta cooperación, que siempre que es posible se realiza a través de las oficinas regionales del Banco, consiste en participar en reuniones organizadas por estos grupos y en organizar encuentros o seminarios extraordinarios.

Como se señala más adelante, la Oficina Asiática del BPI colaboró estrechamente con el EMEAP (Reunión de Ejecutivos de Bancos Centrales y Autoridades Monetarias de Asia Oriental y el Pacífico) en diversas ocasiones. Varias áreas de negocio del BPI organizaron actos conjuntos con el SEACEN (Bancos Centrales de Asia Sudoriental), que fue invitado a la reunión de Expertos en Bancos de Datos del BPI. El Banco también prestó asistencia a

SEANZA (Bancos Centrales del Subcontinente Indio, del Sudeste Asiático y de Oceanía) y ha colaborado con la Secretaría de la SAARC (Asociación de Asia Meridional para la Cooperación Regional) y los bancos centrales del CCG (Consejo de Cooperación del Golfo).

El BPI continuó ayudando a los bancos centrales de los principales países industrializados a coordinar su asistencia técnica y formación a los bancos centrales de los países del sudeste europeo y de la Comunidad de Estados Independientes (así como de algunos países asiáticos en transición). Esta ayuda se presta a través de reuniones de consulta periódicas, en las que también participan el FMI y el BCE, y del mantenimiento de una base de datos sobre asistencia técnica y formación a la que contribuyen los bancos centrales donantes y receptores. El BPI también continuó prestando apoyo a las actividades del Instituto Multilateral de Viena (IMV), en estrecha colaboración con el Instituto para la Estabilidad Financiera (FSI) y los comités con sede en Basilea (véase más adelante), organizando seminarios para los bancos centrales de las economías en transición sobre temas relacionados con la estabilidad monetaria y financiera. Aunque el BPI dejará de participar formalmente en el IMV en 2004, continuará contribuyendo a sus actividades.

El año pasado, los Gobernadores de los bancos centrales del MEFMI (Instituto de Gestión Macroeconómica y Financiera de África Oriental y Meridional) celebraron su reunión anual en el BPI y el Banco puso a su disposición algunos expertos para los programas de formación del MEFMI. También se organizó un encuentro con los bancos centrales del SADC (Comunidad para el Desarrollo de África Meridional). Además, en colaboración con el Banco de Francia, el BPI ayudó por primera vez a consolidar el CESAG (Centro Africano de Estudios Superiores de Administración), en el marco de un programa patrocinado por el BCEAO (Banco Central de los Estados de África Occidental) y el BEAC (Banco de los Estados Centrafricanos) entre otros. Por último, la creación de la Oficina del BPI para las Américas ha facilitado la colaboración activa con el CEMLA (Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos). Diversos expertos del BPI han expuesto sus presentaciones en actos organizados por el CEMLA y los Expertos en Bancos de Datos del BPI han apoyado la iniciativa del CEMLA de establecer una base regional de datos sobre estadísticas económicas y monetarias.

Grupo de Expertos en Informática

Los principales objetivos de los participantes en el Grupo de Expertos en Informática y su Grupo de Trabajo sobre Cuestiones de Seguridad consisten en intercambiar experiencias técnicas y organizativas, entablar y mantener contactos con otros directores de departamentos de tecnologías informáticas (TI) de los bancos centrales y mantenerse al corriente de las novedades de TI introducidas en los mismos.

Ante los acontecimientos del 11 de septiembre de 2001, a lo largo del año pasado tanto el Grupo principal como de su Grupo de Trabajo prestaron especial atención a los planes para la continuidad de la actividad de los bancos centrales y a la provisión de infraestructura de TI alternativa. En este sentido, la seguridad en TI fue otro asunto de gran interés. En las reuniones también

se consideró la manera en que los bancos centrales pueden aprovechar de un modo seguro las ventajas de Internet, mediante diversas presentaciones que describieron las iniciativas de los bancos centrales para establecer infraestructura y aplicaciones seguras y de gran capacidad relacionadas con Internet. Por último, el control de los costes de TI continúa siendo fundamental para los Expertos en Informática, quienes el año pasado informaron periódicamente sobre las iniciativas de control de los costes y sobre sus resultados.

Auditoría interna

En los últimos años, los auditores de los bancos centrales se han reunido periódicamente para intercambiar experiencias en su área de conocimiento y analizar nuevas y desafiantes cuestiones. En este contexto, el Banco de Inglaterra organizó la 16ª Conferencia Anual de Directores de Auditoría Interna en mayo de 2002. Los principales temas analizados fueron el riesgo operativo, las normas de auditoría interna, la auditoría de actividades subcontratadas y la supervisión empresarial. Asimismo, los delegados examinaron riesgos clave a los que se enfrentan sus bancos, cuestiones de control e innovaciones en auditoría que habían surgido durante el año anterior. Un subgrupo de la conferencia sobre TI realizó estudios sobre la arquitectura de la información, la seguridad en Internet, el acceso remoto y los ordenadores portátiles.

Oficina de Representación para Asia y el Pacífico

Aprovechando los cuatro años de experiencia transcurridos desde su apertura en 1998, la Oficina de Representación para Asia y el Pacífico (la Oficina Asiática) redobló sus esfuerzos para fomentar la cooperación entre los bancos centrales de la región. Como parte de estas iniciativas, la Oficina realiza las funciones de secretaría del Consejo Consultivo Asiático (CCA), que sirve de vehículo de comunicación entre los bancos centrales regionales y el Consejo de Administración y la Dirección del BPI. El CCA se ha reunido dos veces al año desde 2001. Además, la sala de operaciones de la Tesorería Regional, que se abrió a finales de 2000, ha mejorado la calidad y el alcance de los servicios bancarios que presta la Oficina a la región, no sólo a través de las actividades diarias sino también a través de la asistencia que presta durante las visitas de los responsables de reservas de los bancos centrales.

Durante el periodo examinado, la Oficina Asiática organizó y colaboró en diversas reuniones de alto nivel celebradas en Hong Kong RAE y en otras partes de Asia, a veces conjuntamente con los bancos centrales y otras instituciones regionales. La quinta Reunión Especial de Gobernadores de Bancos Centrales de Asia se celebró en Sidney en febrero de 2003. Sus participantes analizaron la situación económica actual y debatieron sobre los flujos de capital de Asia oriental. En septiembre de 2002, la Oficina Asiática organizó en Pekín, conjuntamente con la Chinese State Administration of Foreign Exchange (SAFE), un seminario sobre la liberalización de la cuenta de capital que congregó a responsables de los bancos centrales y economistas de cuatro continentes. Ese mismo mes, se celebró una segunda reunión sobre los

procedimientos operativos de la política monetaria, en la que participaron expertos de los bancos centrales de dentro y fuera de la región para analizar retos comunes en este ámbito y sus posibles respuestas. En diciembre de 2002, la Oficina organizó el Foro EMEAP de autoridades regionales y mundiales responsables de la aplicación de la política cambiaria. Por último, en febrero de 2003, se celebró una reunión sobre la experiencia de la deflación en Asia oriental, que congregó a especialistas en estrategias monetarias de bancos centrales de dentro y fuera de la región. La Oficina también realizó funciones de secretariado en varias reuniones sobre la estabilidad financiera.

La Oficina Asiática siguió contribuyendo a la investigación financiera y económica sobre Asia y el Pacífico y aportando sus conocimientos a diversas reuniones organizadas por los grupos regionales de bancos centrales y por determinados bancos centrales. Entre los temas analizados figuran la integración de los mercados regionales de bonos y bancarios, la inversión de las reservas de divisas en dólares, los tipos de cambio flexibles, el mecanismo de transmisión monetaria, los depósitos en divisas en los bancos nacionales y las sociedades chinas de gestión de activos. En el campo de la supervisión bancaria, la Oficina ha cooperado con los bancos centrales y los supervisores bancarios de la región en el fomento del Nuevo Acuerdo de Capital de Basilea a través de varios canales, como la coordinación y el análisis de la participación regional en el tercer estudio sobre el impacto cuantitativo.

Oficina de Representación para las Américas

En junio de 2002, entró en vigor el Acuerdo de Sede entre el BPI y el Gobierno de los Estados Unidos de México. Este acuerdo permitió al Banco abrir una Oficina de Representación para las Américas (la Oficina de las Américas) en Ciudad de México. La Oficina de las Américas se inauguró formalmente en noviembre de 2002, en presencia de los Gobernadores y los representantes de unos 50 bancos centrales. La Oficina coordinará las actividades del BPI en todo el continente americano, con el objetivo de reforzar aún más las relaciones entre el Banco y los bancos centrales y las autoridades monetarias de la región, así como de fomentar la cooperación entre ellos. Además, colaborará con los servicios bancarios que presta el BPI a las instituciones con sede en la región, mejorará el intercambio de información y facilitará la organización de reuniones y seminarios.

Para alcanzar estos objetivos, la Oficina de las Américas está cooperando con las organizaciones regionales de bancos centrales y de supervisión, en particular con el CEMLA. La Oficina ha contribuido a la investigación financiera y económica del Banco sobre América Latina y el Caribe y ha aportado sus conocimientos en diversos actos organizados por los grupos regionales de bancos centrales, por determinados bancos centrales y por el FSI.

Instituto para la Estabilidad Financiera

El FSI presta asistencia a los supervisores del sector financiero de todo el mundo para la aplicación de estándares prudenciales adecuados. Concentra su

labor en cuestiones que atañen a los sectores de la banca y los seguros. Es esencial disponer de información de alta calidad y actualizada para que los supervisores del sector financiero no queden rezagados con respecto a las últimas innovaciones en los mercados financieros, a la progresiva adopción de sistemas de supervisión centrados en el riesgo y a las necesidades de capital cada vez más complejas. El FSI satisface esta demanda por medio de un programa intensivo de difusión de normas y mejores prácticas y ofrece asistencia sobre una amplia variedad de cuestiones relacionadas con la supervisión. En concreto, concibe y organiza seminarios especializados, así como reuniones de trabajo regionales, para los supervisores del sector financiero de todo el mundo. Estos actos también fomentan los contactos y la cooperación entre supervisores de todo el mundo.

El año pasado, el FSI organizó un total de 49 actos, concretamente 27 seminarios y 22 reuniones de trabajo regionales organizados conjuntamente con grupos regionales de supervisores. En estos seminarios y talleres se debatieron diversos asuntos, elegidos tras consultar con supervisores de una amplia variedad de países. Entre ellos se encuentran la gestión del riesgo crediticio, de mercado, operativo y de otros tipos; la supervisión centrada en el riesgo; el gobierno corporativo; la supervisión consolidada; la gestión de los bancos en dificultades; cuestiones relacionadas con la contabilidad y la auditoría; y las medidas para luchar contra el blanqueo de dinero. El FSI siguió dedicándose especialmente a ayudar a los supervisores bancarios a comprender mejor las propuestas del Acuerdo de Capital de Basilea, labor que proseguirá durante la fase de aplicación del Nuevo Acuerdo. En los encuentros organizados por el FSI el año pasado participaron más de 1.600 representantes de bancos centrales y organismos de supervisión de la banca y de los seguros de todas las regiones del mundo.

La cooperación con otras instituciones que ofrecen programas de ayuda para los supervisores también es una parte importante de su labor. Así, el FSI siguió colaborando con organismos como el Banco Mundial, el FMI, el Toronto International Leadership Centre y bancos regionales de desarrollo. El FSI también respaldó la participación del BPI en el IMV. Además de las presentaciones realizadas en actos del FSI, también expuso sobre una amplia variedad de temas en diversas conferencias y reuniones no organizadas por él.

El FSI publica un boletín trimestral, *FSI World*, con el fin de informar a los supervisores de alto nivel sobre las novedades en materia de supervisión y prioridades que afectan a la supervisión del sector financiero. En 2002, también presentó su primer premio bienal para investigaciones realizadas sobre cuestiones relacionadas con la supervisión bancaria.

Un importante proyecto iniciado el año pasado fue el programa de aprendizaje electrónico (e-LP) del FSI para supervisores del sector financiero. Este programa ofrecerá cursos por Internet sobre una amplia variedad de temas de interés para los supervisores del sector financiero. El programa de aprendizaje electrónico será un valioso instrumento para todos los niveles de experiencia: para los supervisores de alto nivel, que necesitan

estar al corriente de las novedades en materia de supervisión; para los expertos técnicos, que han de estar al tanto de los últimos avances; y para los supervisores de menor nivel, que tendrán así la oportunidad de familiarizarse con los elementos esenciales de las mejores prácticas supervisoras. Se prevé que los cursos iniciales comiencen en la primera mitad de 2004 y abarquen diversos aspectos de la gestión del riesgo, así como las propuestas del Nuevo Acuerdo de Capital de Basilea. El programa de aprendizaje electrónico se considera un buen complemento de las actividades actuales del FSI y permitirá al Instituto llegar a una mayor audiencia de supervisores del sector financiero de todo el mundo.

2. Fomento de la estabilidad financiera a través de los comités permanentes

Algunos comités tienen su secretaría en el BPI. Estos comités permanentes tienen su origen en las peticiones realizadas en los últimos 40 años por los Gobernadores de los bancos centrales del G-10 para que se estudiaran los aspectos básicos del funcionamiento de los mercados financieros y las instituciones financieras internacionales. Los comités están presididos por altos cargos de los bancos centrales miembros y sus integrantes son expertos en bancos centrales; en el caso del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, está compuesto por las autoridades de supervisión de distintos bancos centrales. Aunque los miembros proceden principalmente, aunque no en su totalidad, de países del G-10, cada vez se están tomando más iniciativas especiales para intercambiar experiencias con personas que no participan directamente en los trabajos de los comités y solicitar sus puntos de vista.

Comité de Supervisión Bancaria de Basilea

Durante los últimos 12 meses, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea ha seguido trabajando en pos del fortalecimiento del sistema financiero internacional, fomentando los criterios de supervisión prudencial y las mejores prácticas bancarias para la gestión del riesgo. El desarrollo de un nuevo marco para la evaluación del nivel adecuado de capital para los bancos ha sido su iniciativa más importante y destacada durante este periodo. Sin embargo, el Comité también ha participado activamente en los esfuerzos de la comunidad internacional para paliar las deficiencias de los fundamentos del mercado, ha formulado directrices para paliar los principales riesgos bancarios y ha ampliado su ayuda para luchar contra la financiación del terrorismo.

Durante el periodo examinado, el Comité de Basilea progresó de forma sustancial en el desarrollo de un nuevo marco para la evaluación de la suficiencia de capital en el sistema bancario mundial y su conclusión se espera en breve. El 29 de abril de 2003, el Comité publicó su tercer y último documento de consulta sobre el Nuevo Acuerdo de Capital de

Basilea, abriéndose así un periodo de consultas de tres meses. Así pues, se prevé la publicación del Acuerdo en su versión final a finales de año. El Nuevo Acuerdo pretende aumentar la sensibilidad al riesgo de los requerimientos de capital bancario, aproximándolos más a las prácticas modernas de gestión del riesgo. Este enfoque no sólo generará mediciones más significativas e informativas del nivel de adecuación del capital, sino que también reportará beneficios a través de unas estructuras de incentivos más sólidas y precisas. Estas mediciones cuantitativas se basan en criterios específicos destinados a fortalecer la supervisión y la difusión de información.

El tercer documento de consulta es una propuesta totalmente detallada del Nuevo Acuerdo y representa los resultados de un amplio y largo periodo de consultas con el sector bancario, así como con supervisores no representados en el Comité. Una importante aportación al desarrollo y refinamiento del nuevo acuerdo de capital ha sido la realización de diversas “pruebas de campo” de los cambios propuestos al Acuerdo actual. La prueba mayor y más amplia (conocida como el tercer estudio sobre el impacto cuantitativo) se llevó a cabo en el cuarto trimestre de 2002. En este ejercicio participaron más de 300 bancos de unos 40 países de todo el mundo. Se realizó con el objetivo de garantizar la calidad de las propuestas del Comité y de recopilar información necesaria para introducir nuevas modificaciones antes de la publicación del documento formal de consulta. A principios de mayo de 2003, el Comité publicó un informe que evaluaba los resultados de esta prueba.

Con el Nuevo Acuerdo a punto de concluirse, el Grupo para la Aplicación del Acuerdo (AIG), subgrupo del Comité de Basilea, ha estado dirigiendo los trabajos relacionados con la aplicación. En particular, ha analizado la manera de promover la convergencia entre las jurisdicciones en cuanto a los métodos utilizados por los supervisores a la hora de aplicar el Nuevo Acuerdo. Como resultado, los miembros del Comité han intercambiado información acerca de las prácticas bancarias y supervisoras relacionadas con la adopción del nuevo marco. El AIG también se ha reunido con el Grupo de Enlace sobre los Principios Básicos (integrado por representantes de 15 países no pertenecientes al G-10 y por el FMI y el Banco Mundial) para analizar cuestiones de aplicación y continuará haciéndolo durante todo el proceso de aplicación.

En todos sus trabajos, el Comité de Basilea se esfuerza en fortalecer los criterios de supervisión prudencial en todos los sistemas bancarios del mundo, tanto en los países del G-10 como en el resto. Aunque no establece criterios contables ni de auditoría, en un momento en el que las irregularidades contables de destacadas empresas han puesto en entredicho la veracidad de las prácticas contables y la fiabilidad de las auditorías, ha sido prioritario para el Comité apoyar los esfuerzos para elaborar unos criterios internacionales de calidad en estas áreas. Esta labor se ha canalizado a través de su participación activa en los órganos asesores del International Accounting Standards Board (IASB)

y del International Auditing and Assurance Standards Board (IAASB), siguiendo de cerca los trabajos de estos dos foros. A este respecto, el Comité ha dado su opinión sobre importantes propuestas para establecer nuevos criterios internacionales de contabilidad y auditoría y ha elaborado orientaciones para los bancos y los supervisores sobre cuestiones de política económica en ésta y otras áreas relacionadas.

Entre los esfuerzos realizados el año pasado para mejorar los criterios de supervisión, el Comité de Basilea ha continuado ofreciendo orientaciones para el tratamiento de los principales riesgos para los bancos. Ha concluido las orientaciones sobre la gestión del riesgo operativo y de las operaciones bancarias electrónicas transfronterizas, que suponen riesgos importantes y crecientes para el sector bancario. El Comité también se ha embarcado en diversos proyectos destinados a reforzar la integridad del sistema bancario mundial y ha proseguido sus trabajos sobre debida diligencia con la clientela bancaria formulando recomendaciones para identificar a los clientes eficazmente. La identificación de la clientela no sólo es un elemento esencial de un programa eficaz de debida diligencia para que los bancos se protejan de los riesgos de reputación, operativos, legales y de concentración. Esta identificación también es necesaria para cumplir con los requisitos jurídicos necesarios para luchar contra el blanqueo de dinero y supone una condición previa para identificar las cuentas bancarias relacionadas con el terrorismo. Al mismo tiempo, se han formulado orientaciones sobre algunas estructuras bancarias que pueden obstaculizar significativamente una supervisión eficaz y que, en algunos casos, también han estado relacionadas con actividades bancarias sospechosas o ilegales.

Una de las ventajas del Comité de Basilea es que es un foro en el que los bancos centrales y las autoridades supervisoras pueden analizar e intercambiar información sobre una amplia variedad de cuestiones importantes y fomenta las relaciones de trabajo entre los supervisores tanto de alto nivel como de niveles inferiores. El Comité es un gran adalid de la investigación sobre banca y finanzas, al tiempo que patrocina periódicamente actos para los investigadores de los bancos centrales y organismos de supervisión a fin de intercambiar puntos de vista sobre sus últimos trabajos. Otras actividades del Comité han tenido por objeto el fomento de las relaciones entre los investigadores de los bancos centrales y organismos de supervisión y los del mundo académico en general. La Conferencia Internacional de Supervisores Bancarios (ICBS), que se celebra cada dos años, es un apreciado foro para fomentar el debate y el intercambio de información entre los supervisores de alto nivel de todo el mundo. En septiembre de 2002, se celebró la 12ª ICBS en Ciudad del Cabo (Sudáfrica). Esta conferencia, a la que asistieron más de 250 supervisores bancarios de alto nivel de más de 120 países, estuvo patrocinada conjuntamente por el Comité y el Banco de la Reserva de Sudáfrica. Los debates giraron en torno a los últimos acontecimientos relacionados con el Nuevo Acuerdo de Capital de

Basilea y a la manera de crear un clima financiero estable en las economías de mercado emergentes.

En abril de 2003, William McDonough renunció a su cargo como Presidente del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, poco antes de abandonar la presidencia del Banco de la Reserva Federal de Nueva York. Le sucedió Jaime Caruana, Gobernador del Banco de España. Nicholas Le Pan, Superintendente de Instituciones Financieras de Canadá, fue nombrado Vicepresidente.

Comité sobre el Sistema Financiero Global

El CGFS continuó con su seguimiento periódico de los mercados financieros de las economías industrializadas y emergentes con el objetivo de identificar posibles riesgos para la estabilidad financiera. Un asunto de constante interés fue cómo las técnicas de financiación innovadoras, los mecanismos institucionales en el sector financiero y la política macroeconómica influyen en la conducta y la capacidad de reacción del sector financiero. Otra área de interés fue la adaptación de las empresas, los hogares y las instituciones financieras a los cambios de las condiciones financieras y la repercusión que podría tener esta adaptación en la actividad económica. En noviembre de 2002, el Comité creó un grupo de trabajo sobre la inversión extranjera directa en los sectores financieros de las economías de mercado emergentes.

Durante el periodo examinado, el CGFS publicó informes de dos grupos de trabajo que reflejan sus continuos esfuerzos para comprender mejor el funcionamiento de los mercados financieros. En enero de 2003, se publicó el informe titulado *Credit risk transfer*. Ante el considerable aumento de la variedad de instrumentos de transferencia del riesgo crediticio, el informe describe las características de los mercados de estos instrumentos, así como su reciente evolución. También examina las posibles consecuencias de esta evolución para el funcionamiento global del sistema financiero y analiza algunas de las preocupaciones manifestadas en relación con la repercusión de la transferencia del riesgo de crédito en la estabilidad financiera.

En marzo de 2003, se publicó el informe titulado *Incentive structures in institutional asset management and their implications for financial markets*. En este informe se analizan las estructuras de agencia y los correspondientes sistemas de incentivos de un sector que ha crecido rápidamente desde mediados de los años 90 y se investiga la manera en que podrían afectar a la eficiencia y a la volatilidad del mercado, así como a la liquidez y a la gestión del riesgo.

Los análisis y las evaluaciones del Comité han facilitado un debate bien fundamentado entre los Gobernadores del G-10 y, a través de la representación del CGFS en el Foro sobre la Estabilidad Financiera (FSF), en la comunidad oficial en general. En enero de 2003, los Gobernadores del G-10 nombraron Presidente del CGFS a Roger W. Ferguson Jr., Vicepresidente de la Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva

Federal, quien sucedió a Yutaka Yamaguchi, que por entonces era Subgobernador del Banco de Japón.

Comité de Sistemas de Pago y Liquidación

El Comité de Sistemas de Pago y Liquidación (CPSS) continuó promoviendo unos sistemas de pago y liquidación sólidos y eficientes con el objetivo de fortalecer la infraestructura de los mercados financieros. El Comité reforzó su cooperación con otras instituciones y grupos internacionales e incluyó en sus trabajos a un creciente grupo de bancos centrales de países que no pertenecen al G-10.

En noviembre de 2002, el CPSS y el Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV) publicaron la *Metodología de Evaluación para las "Recomendaciones para los sistemas de liquidación de valores"* (estas recomendaciones se habían publicado en noviembre de 2001). La metodología está pensada principalmente para que las autoridades nacionales puedan autoevaluarse o para que esas autoevaluaciones puedan ser valoradas por parte de otras autoridades. También pretende servir de guía al FMI y al Banco Mundial para el estudio de su Programa de Evaluación del Sector Financiero (PESF) y para otros tipos de asistencia técnica. A tal fin, el FMI y el Banco Mundial participaron en la elaboración de la metodología de evaluación. Además, el CPSS confía en que esta metodología también resulte útil para los agentes del sector privado que realizan sus propias evaluaciones de la seguridad y la eficiencia de los sistemas de liquidación de valores.

Siguiendo con su análisis de cuestiones relacionadas con los pagos minoristas, el Comité publicó en marzo de 2003 un informe titulado *Policy issues for central banks in retail payments*, que se centra en la implicación actual de los bancos centrales en los pagos minoristas y revela la existencia tanto de temáticas comunes de política económica como de diferencias institucionales significativas entre los países. Estas temáticas comunes se traducen en objetivos de política pública de alto nivel, que también podrían ser importantes para autoridades públicas distintas de los bancos centrales que tienen interés en la seguridad y la eficiencia de los pagos minoristas. El informe concluye con una serie de recomendaciones sobre las medidas mínimas que deben adoptar los bancos centrales para perseguir estos objetivos, así como las opciones de las que disponen algunos de ellos para responder a circunstancias especiales. El Comité también se ha dedicado a estudiar el uso del dinero de los bancos centrales en los sistemas de pago. Es probable que en un futuro cercano se publique un informe analítico sobre este tema.

Un aspecto fundamental de la labor del Comité continúa siendo la aplicación de su estrategia, suscrita por los Gobernadores del G-10 en 1996, para reducir el riesgo de liquidación en las operaciones en divisas. Para ello el Comité prosiguió su labor de seguimiento y fomento de las iniciativas del sector privado en este ámbito.

A fin de llegar a los países que no pertenecen al G-10, el CPSS mantuvo sus esfuerzos para reforzar la cooperación con otros bancos centrales,

especialmente con los de economías de mercado emergentes. El Comité también aportó su ayuda y experiencia a las reuniones de trabajo y seminarios sobre cuestiones relacionadas con sistemas de pago organizados por el BPI en colaboración con organizaciones regionales de bancos centrales.

Comité de los Mercados

Las reuniones bimestrales del Comité de los Mercados (que congrega a altos cargos de los bancos centrales del G-10 responsables de las operaciones de mercado) giraron en torno a la evolución a más corto plazo de los mercados de divisas y de los mercados financieros relacionados. En diversas ocasiones, el Comité invitó a representantes de importantes bancos centrales de países que no forman parte del G-10 a sumarse a los debates. Entre los asuntos que componían el orden del día figuraban las fuerzas subyacentes a las oscilaciones del valor externo del dólar de Estados Unidos, la volatilidad en los principales mercados de divisas, la repercusión que han tenido en las monedas de América Latina los acontecimientos económicos y políticos de Brasil y las fluctuaciones de los precios de las materias primas, así como los riesgos financieros en el periodo previo a la guerra de Iraq. Los miembros también fueron informados acerca de cuestiones más específicas, como la práctica de las operaciones en las que no se identifica el principal (cuando un banco realiza una transacción, a través de un gestor de fondos que actúa como agente, con un principal cuya identidad no se revela) y las novedades relacionadas con el Continuous Linked Settlement (CLS) Bank. Asimismo, el Comité inició un estudio sobre la metodología y el sistema de recogida de información que utiliza actualmente la Encuesta Trienal a los Bancos Centrales sobre los Mercados de Divisas y de Derivados. En enero de 2003, el Comité aprobó las propuestas al respecto que presentó un grupo de expertos y actualmente éstas constituyen la base de los preparativos para la realización de la nueva encuesta.

Grupo de Bancos Centrales para la Lucha contra la Falsificación

El Grupo de Bancos Centrales para la Lucha contra la Falsificación (CBCDG) ha recibido el mandato de los Gobernadores de los bancos centrales del G-10 para examinar la amenaza que supone para el papel moneda la creciente utilización de ordenadores personales y otros dispositivos en la falsificación de billetes. El BPI continuó contribuyendo a los trabajos del CBCDG realizando labores de secretaría y actuando de agente en los acuerdos contractuales.

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

Algunas organizaciones independientes han establecido su secretaría en el BPI. El Banco les presta diversas funciones de secretaría y proporciona ayuda logística, al tiempo que participa en los debates que tienen lugar en el seno de algunas de ellas. El orden del día de estos grupos, así como la aprobación y

divulgación de sus documentos, son responsabilidad de la organización u órgano para el que cada uno de ellos trabaja.

El Grupo de los Diez

El Banco siguió contribuyendo activamente a las tareas de los ministros de Economía y los Gobernadores y Subgobernadores de los bancos centrales de los países del G-10, al igual que hizo con los grupos de trabajo y de contacto constituidos bajo sus auspicios, tanto participando en calidad de observador como realizando labores de secretaría junto con el FMI y la OCDE. El G-10 analizó los avances realizados en los ámbitos de las cláusulas de acción colectiva, los códigos de buena conducta para la renegociación de la deuda y el mecanismo para la reestructuración de la deuda soberana. Además, examinó cuestiones relativas a la sostenibilidad de la deuda y acordó renovar los Acuerdos Generales para la Obtención de Préstamos (GAB).

Durante el periodo examinado, se publicaron tres importantes documentos. Un informe del Grupo de Trabajo del G-10 sobre Cláusulas Contractuales expone las características fundamentales de las cláusulas de acción colectiva para los bonos soberanos que, si se adoptaran ampliamente, los Ministros y Gobernadores del G-10 creen que facilitaría la resolución ordenada de las crisis de la deuda. Un informe de un grupo de contacto titulado *Turbulence in asset markets: the role of micro policies* concluyó que unas políticas de tributación, regulación y divulgación debidamente diseñadas pueden contribuir a reducir las perniciosas fluctuaciones de los precios de los activos. Por último, el informe titulado *Insolvency arrangements and contract enforceability*, elaborado por otro grupo de contacto, demuestra la importancia de contar con medios eficaces para resolver de una manera rápida, eficiente y equitativa los problemas de empresas en dificultades e insolventes que realizan extensas operaciones financieras.

Foro sobre la Estabilidad Financiera

El FSF 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 el seguimiento financieros. El Foro reúne periódicamente a las autoridades nacionales responsables de la estabilidad financiera —el Tesoro público, bancos centrales y supervisores financieros— de los principales centros financieros, así como a altos representantes de las instituciones financieras internacionales, de los organismos internacionales responsables del establecimiento de criterios de regulación y supervisión y de grupos de expertos de bancos centrales. Su secretaría, integrada por personal de países e instituciones miembros del FSF en comisión de servicios, se encuentra en el BPI. En mayo de 2003, los ministros de Economía del G-7 nombraron como Presidente del FSF a Roger W. Ferguson Jr., Vicepresidente de la Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, en sustitución del anterior Presidente del Foro, Andrew Crockett. Puede

encontrarse más información sobre el FSF en su página de Internet (www.fsforum.org).

Desde abril de 2002, el Foro se ha reunido en dos ocasiones (Toronto y Berlín) y ha celebrado diversas teleconferencias con sus miembros. Los principales asuntos analizados en estas ocasiones fueron las vulnerabilidades coyunturales y de otro tipo del sistema financiero internacional y las medidas necesarias para subsanar las deficiencias puestas de manifiesto por las recientes irregularidades cometidas por algunas empresas en materia de divulgación de información financiera. El Foro también celebró reuniones regionales para fomentar un debate más amplio sobre las vulnerabilidades financieras y permitir a los representantes regionales intercambiar sus puntos de vista sobre la labor del FSF. El año pasado se celebraron tres reuniones regionales de ese tipo: una para los países de Europa central y oriental, otra para los países de América Latina y otra para la región Asia-Pacífico. Asimismo, el Presidente del Foro intercambió periódicamente puntos de vista con agentes del sector privado y expertos del mundo académico sobre la estabilidad financiera a través de su Consejo Asesor.

En todas las reuniones del FSF celebradas durante el periodo examinado, se debatieron las reformas necesarias a escala nacional e internacional para restablecer la confianza en el marco de la divulgación de información financiera tras la avalancha de irregularidades cometidas por las empresas en materia de información y contabilidad. El FSF siguió de cerca las numerosas iniciativas que están emprendiendo en este ámbito los agentes del mercado, las autoridades nacionales y los órganos normativos internacionales, y centró su atención en las lagunas y en las significativas divergencias entre los esfuerzos de reforma. La dimensión internacional de los problemas y sus soluciones han sido motivo de preocupación para el Foro, que ha tratado de fomentar la coherencia internacional e intersectorial allí donde ésta brinda la oportunidad de aumentar la eficiencia, integridad y estabilidad de los mercados financieros. En este contexto, el FSF organizó en octubre de 2002 una mesa redonda sobre las consecuencias de las recientes quiebras de algunas empresas, en la que participaron miembros de consejos de administración, inversionistas institucionales, altos cargos bancarios, empresas de auditoría, agencias de calificación, expertos en supervisión de empresas, autoridades y responsables normativos. En la mesa redonda se reconoció que fueron muchos los factores que contribuyeron a la erosión de la disciplina interna y externa que llevó a los fallos recientes de supervisión y difusión de información de las empresas. No obstante, se consideró que el elemento más importante para restablecer la confianza en el marco de difusión de información financiera era el restablecimiento de la confianza en la calidad y la integridad de las auditorías externas, por medio de la vigilancia pública y de mecanismos más estrictos de aplicación de las normas.

El año pasado, el FSF también se consagró a diversas cuestiones relacionadas con el sector del reaseguro. Este sector desempeña un papel indispensable en la provisión de cobertura aseguradora y se ha dedicado

cada vez más a aceptar y distribuir el riesgo financiero. Aunque ha sorteado bien las recientes perturbaciones, la opacidad del mercado de reaseguros y de la difusión de información de las compañías reaseguradoras dificulta la evaluación de la posible repercusión de los problemas del sector (si acontecieran) en el ámbito de los seguros en su conjunto y en la estabilidad financiera en sentido más amplio. Algunas de estas cuestiones también son importantes para otros segmentos del sector asegurador.

Así pues, el FSF ha colaborado con los reguladores de las principales jurisdicciones en las que se encuentra una gran parte del sector mundial de reaseguros para dirigir los esfuerzos a escala nacional, así como en el seno de la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS), para recoger datos y realizar informes sobre el mercado mundial del reaseguro. El Foro también ha solicitado la mejora de la frecuencia y del contenido en términos cuantitativos y cualitativos de la difusión de información por parte de las compañías de seguros y de reaseguro.

En colaboración con algunas de las organizaciones que lo conforman, el Foro también ha seguido trabajando en otros ámbitos, como son los aspectos relacionados con las actividades de transferencia del riesgo crediticio, la disponibilidad de información sobre grandes y complejas instituciones financieras y el fortalecimiento de los criterios de supervisión en los centros financieros extraterritoriales.

El FSF continuó informando a lo largo del año a los ministros de Economía y a los Gobernadores de los bancos centrales del G-7 y al Comité Monetario y Financiero Internacional del FMI sobre todas sus actividades.

Asociación Internacional de Supervisores de Seguros

El BPI es la sede de la secretaría de la IAIS desde que ésta se creó en enero de 1998. La IAIS, similar al Comité de Supervisión Bancaria de Basilea pero especializada en el campo de los seguros, trabaja en pos de la estabilidad financiera mundial mejorando la supervisión del sector asegurador mediante la elaboración de criterios para dicha supervisión, la ayuda mutua y el intercambio de información sobre las respectivas experiencias de sus miembros. Puede obtenerse más información sobre la IAIS en su página de Internet (www.iaisweb.org).

La IAIS, en colaboración con otros organismos reguladores internacionales (en el marco del Foro Conjunto integrado por el Comité de Basilea, la OICV y la IAIS), también ha contribuido a la elaboración de principios para la supervisión de los conglomerados financieros, al tiempo que participa activamente en el FSF.

Además, ha publicado una amplia variedad de documentos en los que se exponen los criterios de supervisión en el campo de los seguros. El año pasado concluyó el informe titulado *Principles on Minimum Requirements for Supervision of Reinsurers* y publicó un documento de debate titulado *Risks to insurers posed by electronic commerce*. En abril de

2003, publicó un estudio sobre *Credit risk transfer between insurance, banking and other financial sectors*. Entre los trabajos en curso se encuentran la formulación de criterios, orientaciones o documentos de discusión sobre los pasivos de los seguros, el uso de actuarios, el control de los niveles de solvencia, la simulación de crisis, la titulización de seguros, la divulgación de información por parte de las empresas aseguradoras y reaseguradoras distintas a las de vida, la supervisión de las compañías de reaseguros, la gestión del riesgo en el comercio electrónico de productos de seguro y la gestión del riesgo de crédito. Además, están revisándose los Principios Básicos para los Seguros y su Metodología asociada con el fin de reforzar su contenido. La IAIS está desarrollando, en colaboración con el FSF, un marco para mejorar la transparencia del mercado mundial del reaseguro y la difusión de información sobre el riesgo por parte de las compañías reaseguradoras. La IAIS coordina con la IASB sus tareas relacionadas con el Proyecto sobre Seguros y otros importantes proyectos sobre contabilidad. También colabora estrechamente con el Grupo de Acción Financiera Internacional (GAFI) en la lucha contra el blanqueo de dinero y la financiación del terrorismo.

La IAIS, en colaboración con el FSI y las autoridades nacionales responsables de la supervisión de los seguros, organizó numerosos seminarios y programas de formación y facilitó material formativo a los supervisores del sector con el fin de ayudarles a cumplir los criterios de supervisión de la IAIS. Los seminarios regionales de formación para supervisores de seguros se celebraron en África, Asia, América Latina, Europa central y oriental y jurisdicciones extraterritoriales.

Asociación Internacional de Aseguradores de Depósitos

La Asociación Internacional de Aseguradores de Depósitos (IADI) se estableció en mayo de 2002 y abrió su sede central en el BPI en octubre. La Asociación ofrece a sus miembros un foro para que contribuyan a la estabilidad de los sistemas financieros, fomentando la cooperación internacional en el campo de los seguros de depósitos. En sus actividades participan 44 organizaciones.

La IADI pretende mejorar el conocimiento y el intercambio de información sobre intereses y cuestiones comunes relacionados con los fondos de garantía de depósitos. También formula orientaciones para aumentar la eficacia de los sistemas de seguro de depósitos teniendo en cuenta diferentes circunstancias, entornos y estructuras.

La Asociación fomenta activamente las oportunidades de creación de contactos y de formación para garantes de depósitos y otras autoridades responsables de la red de seguridad financiera, para lo cual lleva a cabo, entre otras actividades, una conferencia anual dedicada a cuestiones relacionadas con los seguros de depósitos. La primera se celebró en el BPI en mayo de 2002 y la próxima se llevará a cabo en Seúl (Corea) en octubre de 2003.

El Presidente del Consejo Ejecutivo y Presidente de la IADI es Jean Pierre Sabourin, Presidente y Director General de Canada Deposit Insurance

Corporation. Puede encontrarse abundante información sobre las actividades de la IADI en su página de Internet (www.iadi.org).

4. Servicios financieros del Banco

Las operaciones bancarias del BPI tienen como único objetivo satisfacer las necesidades financieras de los bancos centrales y de determinadas instituciones financieras internacionales. En abril de 2003, unos 130 bancos centrales mantenían parte de sus reservas internacionales en el BPI. Para realizar su función intermediadora con estos fondos, el Banco utiliza dos salas de operaciones conectadas entre sí que se encuentran en Basilea y en Hong Kong RAE y ofrece diversos instrumentos diseñados específicamente para los bancos centrales. La seguridad, la liquidez y el rendimiento son las tres características esenciales de estos productos. Otros servicios financieros prestados por el BPI son la gestión de activos, la concesión de préstamos a corto plazo a los bancos centrales, las actividades de fideicomisario y las funciones de agente depositario de garantías. En la realización de estas tareas, el Banco presta especial atención al control del riesgo de crédito, de mercado y operativo, que se encuentran bajo la responsabilidad de una unidad independiente de control del riesgo que informa directamente al Director General Adjunto, así como a la supervisión de la solidez de las operaciones bancarias como parte de la función de auditoría interna.

Operaciones del departamento bancario

A 31 de marzo de 2003, el balance del banco ascendía a 92.800 millones de francos oro¹, lo que constituye la tercera cifra récord sucesiva al cierre de un ejercicio financiero y representa un aumento del 5,8% con respecto a la cifra de 87.700 millones al final del ejercicio financiero anterior. Este aumento interanual es atribuible por entero a la apreciación de otras monedas con respecto al dólar de Estados Unidos, que elevó el total del balance en 6.200 millones de francos oro. De hecho, una vez realizados los ajustes para tener en cuenta los efectos de los tipos de cambio, el balance en realidad disminuyó en 1.100 millones de francos oro durante el ejercicio financiero.

Tras alcanzar máximos históricos en la primera parte del pasado ejercicio financiero, el balance disminuyó en los meses siguientes, para aumentar de nuevo a partir de noviembre. Esta entrada de fondos a finales de 2002 se vio en parte inflada por los efectos de los tipos de cambio, pero también se debió a factores normales de finales de año, así como a la "huida hacia la seguridad" provocada por el aumento de las tensiones

¹ A finales del ejercicio financiero de 2002/03, la unidad de cuenta del Banco era el franco oro. Antes de ser enmendado (véase el Apartado 6), el Artículo 4 de los Estatutos definía el franco oro como el equivalente a 0,29032258... gramos de oro fino. El activo y el pasivo del Banco se convirtieron a francos oro sobre la base de un precio del oro de 208 dólares de Estados Unidos por onza de oro fino (lo que equivale a 1 franco oro = 1,94149... dólares de Estados Unidos).

geopolíticas. A diferencia de años anteriores, esta tendencia se mantuvo hasta bien entrado el nuevo año, hasta el punto de que el balance alcanzó nuevos máximos de forma sucesiva en el primer trimestre de 2003, registrando el 13 de marzo la cifra sin precedentes de 94.300 millones de francos oro. Sin embargo, al fin del ejercicio financiero, había disminuido en 1.500 millones.

Pasivo

A 31 de marzo de 2003, los fondos recibidos en depósitos en oro y divisas (excluidos los pactos de recompra o *repos*) sumaban un total de 86.400 millones de francos oro, frente a los 82.000 millones que se alcanzaron al cierre del ejercicio anterior. Los depósitos en oro aumentaron en 100 millones de francos oro, alcanzando un total de 2.600 millones, lo que representa un 3,1% del total de depósitos (cifra idéntica a la del ejercicio financiero anterior). En cambio, los depósitos en divisas crecieron en 4.300 millones de francos oro (excluidos los *repos*), debido a la apreciación de otras monedas con respecto al dólar de Estados Unidos. Sin embargo, de no haber sido por estos efectos del tipo de cambio, los depósitos en divisas habrían disminuido en unos 600 millones de francos oro, ya que las reducciones de los fondos recibidos en euros y en yenes fueron compensadas en parte por las entradas de fondos en dólares de Estados Unidos y en libras esterlinas.

A 31 de marzo de 2003, los fondos recibidos en dólares de Estados Unidos representaban el 67,2% del total de fondos recibidos en divisas (incluidos los *repos*), lo que supone una leve disminución con respecto a la cifra de 69,2% del ejercicio anterior.

Los depósitos en divisas efectuados por los bancos centrales y otras autoridades monetarias nacionales aumentaron de 76.200 millones de francos oro a 80.000 millones, representando a finales de marzo de 2003 un 95,5% del total de fondos depositados en divisas (excluidos los *repos*), cifra muy similar a la del ejercicio financiero anterior. Los fondos procedentes de otros depositantes (principalmente instituciones internacionales) ascendieron a 3.800 millones de francos oro. Durante el ejercicio financiero, los clientes de los bancos centrales aumentaron significativamente sus inversiones en instrumentos negociables del BPI de mayor vencimiento. Por otra parte, también se expandieron los depósitos a plazo fijo de menor vencimiento, debido en parte a la tendencia de algunos clientes a mantener fondos líquidos en el BPI en un momento de mayor incertidumbre geopolítica.

Activo

Los activos del BPI consisten en su mayor parte en inversiones en bancos comerciales de excelente reputación a escala mundial y en títulos del Estado y semipúblicos, incluidas operaciones de recompra inversa. El BPI también concede créditos a corto plazo a los bancos centrales, normalmente garantizados. La proporción de títulos soberanos y cuasi-soberanos aumentó notablemente durante el pasado ejercicio financiero hasta representar, a 31 de marzo de 2003, casi un tercio del total de activos.

El BPI también utiliza diversos instrumentos derivados con el fin de gestionar sus activos con mayor eficacia (véase la nota 15(a) a las Cuentas). Estos instrumentos derivados son en su mayor parte de la variedad clásica, en concreto, futuros y *swaps* de tipos de interés.

Las operaciones financieras efectuadas por el BPI, tanto en Basilea como en Hong Kong, se llevan a cabo dentro de un marco de política general establecido por el Consejo de Administración. Este marco impone ciertos límites generales y específicos sobre las diversas clases de riesgo (de crédito, de mercado y de liquidez) a las que está expuesto inevitablemente el Banco a través de sus actividades de mercado. Estos límites se han establecido siguiendo un riguroso criterio con el fin de mantener la calidad del crédito pendiente del BPI en calidad de contraparte de los bancos centrales y de las instituciones comerciales.

A 31 de marzo de 2003, las inversiones en divisas ascendían a 89.400 millones de francos oro, frente a los 83.700 millones del ejercicio financiero anterior. Este total comprende 200 millones de francos oro en concepto de anticipos a los bancos centrales, frente a los 100 millones del ejercicio financiero anterior. Los activos del Banco en oro aumentaron durante el pasado ejercicio, desde 3.200 millones de francos oro hasta 3.300 millones, debido al leve incremento de los depósitos en oro recibidos.

Funciones de agente y fideicomisario

Fideicomisario de empréstitos públicos internacionales

El Banco siguió desempeñando durante el año examinado funciones de fideicomisario para los bonos de consolidación 1990–2010 de los empréstitos Dawes and Young (para más información sobre las funciones del Banco a este respecto, véase el 63º Informe Anual de junio de 1993). En lo concerniente a estos bonos de consolidación, el Deutsche Bundesbank, en su calidad de agente de pago, notificó al Banco que en 2002 la Bundeswertpapierverwaltung (BWV – Administración de los Títulos Federales de Alemania) había concertado el pago de una cantidad total próxima a 5,5 millones de euros en concepto de reembolso del principal y de los intereses. Los valores de reembolso y otros detalles fueron publicados por la BWV en el *Bundesanzeiger* (Boletín Oficial Federal).

El Banco mantuvo sus reservas en la aplicación de la cláusula de garantía cambiaria del empréstito Young por parte de la BWV (formuladas detalladamente en su 50º Informe Anual de junio de 1980) y las hizo extensivas a los bonos de consolidación 1990–2010.

Funciones de agente depositario de garantías

En aplicación de una serie de acuerdos, el BPI actúa en calidad de agente depositario y 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 incluyen los correspondientes 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 Costa de Marfil (véase el 68° Informe Anual de junio de 1998).

5. Beneficios netos y su distribución

Beneficios netos en el ejercicio financiero

Las Cuentas del 73° ejercicio financiero cerrado el 31 de marzo de 2003 arrojan un beneficio neto de 362,0 millones de francos oro, frente a los 268,5 millones de francos oro del ejercicio anterior. El incremento reflejó principalmente el aumento de los intereses netos y otros ingresos de explotación en el ejercicio financiero 2002/03, que a su vez estuvo caracterizado por un menor nivel de pérdidas registradas correspondientes a la devolución al precio de mercado de los pasivos titulizados del Banco (FIXBIS e Instrumentos a Medio Plazo). Estas pérdidas en la cuenta de fondos depositados se reconocieron conforme al principio contable del devengo del Banco. Esta cuenta se gestiona en forma de casación con riesgos limitados de tipos de interés, de divisas y de transformación de los vencimientos, por lo que los valores de mercado de los instrumentos financieros que aparecen en ambos lados del balance de fondos depositados aumentan y disminuyen al unísono.

Estas pérdidas contables devengadas, que fueron de naturaleza temporal, se debieron a que los clientes del BPI gestionaron activamente sus operaciones de cartera de instrumentos del Banco en un entorno de descenso de los tipos de interés y de aumento de los precios de mercado de sus derechos sobre el BPI. Según la metodología de contabilización de los devengos del Banco, dichas pérdidas se fueron recuperando con el tiempo, ya que los pasivos reembolsados pronto fueron sustituidos por otros depósitos que tenían los mismos vencimientos a tipos de interés más bajos, sin que se alteraran los correspondientes activos e instrumentos derivados. Así pues, el beneficio de este ejercicio se vio favorecido por la ampliación de los márgenes a consecuencia de la recuperación de pérdidas contables anteriores debidas a la devolución anticipada de pasivos. Con los recortes de los tipos de interés a lo largo del año, los beneficios relacionados con los devengos de fondos depositados se vieron favorecidos por las ganancias contables obtenidas por la venta de inversiones empresariales.

Conforme a la práctica contable revisada del Banco, que entró en vigor el 1 de abril de 2003, esas pérdidas serán compensadas en la cuenta de pérdidas y ganancias contabilizando las variaciones de los valores de mercado de los instrumentos financieros en ambos lados del balance.

Excluidos estos factores, los beneficios subyacentes generados por las operaciones realizadas con los fondos depositados en el Banco mostraron un leve crecimiento y el incremento de los depósitos de los clientes se vio reforzado por un aumento de los márgenes de intermediación, atribuible a factores relacionados con el activo del balance.

Los ingresos procedentes de los intereses generados por las inversiones financiadas con fondos propios del Banco (acciones) disminuyeron levemente, debido a que el efecto de la rebaja de los tipos de interés fue mayor que el crecimiento del volumen de fondos propios del Banco.

Las cuentas financieras anuales muestran un aumento de los gastos de administración, después de la amortización, de 76,8 millones de francos oro en 2001/02 a 98,3 millones en el último ejercicio financiero, lo que representa un aumento del 28%. La mayor parte del mismo es atribuible a la apreciación del franco suizo, moneda en la que se expresa la mayor parte de los gastos del Banco y que fue en promedio un 18% superior al franco oro en comparación con en el ejercicio anterior. Además, conforme a la práctica contable revisada del Banco para provisiones y prestaciones por jubilación, se contabilizaron unos 48,3 millones de francos suizos en las cuentas financieras anuales del Banco como gastos de administración, frente a los 31,1 millones de gastos equivalentes en 2001/02. Este aumento se debió a un pago excepcional de 33,9 millones de francos suizos para restablecer el coeficiente de cobertura del Fondo de Pensiones del Personal debido a que los resultados de las inversiones fueron inferiores a los actuarialmente supuestos. Los gastos de depreciación disminuyeron un 7% en francos suizos, pero aumentaron un 8% en francos oro.

El clima de descenso de los tipos de interés también generó unas ganancias de capital realizadas de 108,2 millones de francos oro en la cartera de inversión de fondos propios del Banco, frente a los 85,7 millones del ejercicio financiero anterior.

Distribución de los beneficios netos en el ejercicio financiero

En virtud del Artículo 51 de los Estatutos, el Consejo de Administración recomienda que los beneficios netos de 362,0 millones de francos oro sean distribuidos por la Asamblea General de la siguiente manera:

- (i) 68,7 millones de francos oro para el pago de un dividendo de 400 francos suizos por acción. Debe señalarse que se pagará el dividendo a 452.073 acciones. El número de acciones emitidas y pagadas antes de la operación de recompra es de 529.125. 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 2.100 acciones de otro tipo. No se pagará ningún dividendo por las acciones propias;
- (ii) 29,3 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) 261,0 millones de francos oro, que constituyen el remanente de los beneficios netos disponibles y 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 distribuya el dividendo antes mencionado el 7 de julio de 2003 entre los accionistas cuyos nombres consten en el registro de acciones del Banco a 31 de marzo de 2003.

Distribución del ajuste en las reservas del ejercicio anterior

Los cambios en la práctica contable del Banco adoptados en el balance de situación y la cuenta de pérdidas y ganancias de este año han dado como resultado un ajuste de las cifras del ejercicio anterior, que ha aumentado las reservas en un total de 1.639,4 millones de francos oro a 31 de marzo de 2002 y que se describe detalladamente en la nota 3 a las cuentas anuales. En virtud del Artículo 51 de los Estatutos, el Consejo de Administración recomienda que el ajuste de las reservas del ejercicio anterior de 1.639,4 millones de francos oro sea distribuido por la Asamblea General de la siguiente manera:

- (i) que se transfieran 163,9 millones de francos oro, es decir, un 10% de esa cantidad, al fondo de reserva general; y
- (ii) que se transfieran 1.475,5 millones de francos oro al fondo de reserva libre. Este fondo puede ser utilizado por el Consejo de Administración para cualquier fin que resulte conforme a los Estatutos.

Informe de los auditores

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 los acompañan, reflejan fielmente la posición financiera del Banco a 31 de marzo de 2003 y los resultados de sus operaciones en el ejercicio cerrado a esa fecha. Su informe figura después de las cuentas.

6. Cuestiones institucionales

Enmiendas a los Estatutos del Banco

Cambio de la unidad de cuenta del Banco

El 10 de marzo de 2003 se celebró una Asamblea General Extraordinaria (AGE), en la que se decidió, por recomendación del Consejo de Administración, sustituir el franco oro por el Derecho Especial de Giro (DEG), tal como lo define el Fondo Monetario Internacional (FMI), como unidad de cuenta del Banco a partir del próximo ejercicio financiero, es decir, desde el 1 de abril de 2003. Por consiguiente, la AGE aprobó una enmienda al Artículo 4 de los Estatutos del Banco para la redenominación del capital y de las acciones del Banco en DEG. Este cambio implicó una reducción del capital en acciones del Banco ya que se redondeó el valor nominal de cada acción en la cifra de 5.000 DEG.

La utilización del franco oro como unidad de cuenta del Banco se consideraba poco transparente e incoherente con los criterios actuales de las mejores prácticas contables. Por estos motivos y para ayudar a gestionar más eficientemente las operaciones y el capital económico del Banco, se decidió adoptar el DEG como nueva unidad de cuenta del Banco.

El DEG es la unidad de cuenta del FMI y también se utiliza en contratos privados y tratados internacionales y como unidad de cuenta en otros organismos internacionales. Su valor se basa en el de una cesta de monedas (actualmente el dólar de Estados Unidos, el euro, el yen japonés y la libra esterlina). Esta cesta es revisada por el FMI cada cinco años para garantizar que las monedas incluidas en ella son representativas de las que se utilizan en las transacciones internacionales y que las ponderaciones asignadas a las monedas reflejan su importancia relativa en el sistema comercial y financiero internacional. La cesta de valoración se modificó por última vez en 2001 para tener en cuenta la introducción del euro.

Con relación a la sustitución del franco oro por el DEG, las cantidades en francos oro en las que se expresaba el capital del Banco se convirtieron en DEG. La AGE decidió que el valor nominal de las acciones debía redondearse a la baja con respecto a su valor exacto de conversión (5.696 DEG a 31 de marzo de 2003) para situarlo en 5.000 DEG. Tras la reducción del 12,2% del capital en acciones, el exceso de 92,1 millones de DEG a 31 de marzo de 2003 se transfirió de la rúbrica de capital desembolsado al fondo de reserva del Banco. La sustitución del franco oro por el DEG no afectó a los fondos propios del Banco.

Otras modificaciones de los Estatutos

Además de la enmienda al Artículo 4 de los Estatutos del Banco, la AGE adoptó otras dos enmiendas. La primera simplifica el texto del Artículo 5 eliminando los detalles de la suscripción del segundo tramo del capital en acciones del BPI, que concluyó hace tiempo. La segunda enmienda actualiza el Artículo 20 de los Estatutos, que define las monedas en las que el Banco puede realizar las operaciones por cuenta propia. La redacción anterior, que se refería a “los requisitos prácticos del oro o del patrón de cambio oro”, había quedado anticuada, por lo que se sustituyó por una referencia a las “monedas consideradas adecuadas por el Consejo de Administración” para reflejar la práctica actual del Banco.

Recuperación de las acciones en manos de particulares

Tras la decisión adoptada en la Asamblea General Extraordinaria celebrada el 8 de enero de 2001 para recuperar todas las acciones del BPI que estaban en manos de particulares (detallada en el 71º Informe Anual de junio de 2001, páginas 201–202), el Banco efectuó el pago de una indemnización de 16.000 francos suizos por acción a antiguos accionistas privados registrados. Algunos de ellos expresaron su disconformidad con esta cantidad (véase también el 72º Informe Anual de julio de 2002, páginas 201–202) presentando demandas ante el Tribunal Arbitral establecido en virtud de los Acuerdos de La Haya que, de conformidad con el

Artículo 54 de los Estatutos del Banco, es el único competente para dictaminar sobre los conflictos derivados de la recompra entre el Banco y sus antiguos accionistas privados. El Tribunal Arbitral emitió un Laudo Parcial el 22 de noviembre de 2002 confirmando la legalidad de la recompra obligatoria, pero concluyendo, no obstante, que la indemnización debía incrementarse. El Tribunal falló que los antiguos accionistas privados tienen derecho a recibir una parte proporcional del valor del activo neto del Banco, sujeta, sin embargo, a un descuento de un 30%. Esta fórmula es equivalente a la que ha aplicado el BPI a las nuevas suscripciones de acciones por parte de los bancos centrales. La cuantía exacta de la indemnización adicional será fijada por el Tribunal Arbitral tras nuevas diligencias que se llevarán a cabo a lo largo de 2003. El Banco ha reiterado que hará extensivo de forma voluntaria a todos los antiguos accionistas privados registrados el dictamen del Tribunal Arbitral como resolución final de todas las demandas. Una vez emitido ese dictamen, el Banco se pondrá en contacto por escrito con estos antiguos accionistas para efectuar el pago de la indemnización adicional.

En las acciones emprendidas por otro grupo de antiguos accionistas privados, el Tribunal Comercial de París dictó en marzo de 2003 una resolución preliminar (sin analizar el fondo del asunto), según la cual se declara competente para dictaminar sobre las demandas que persiguen un aumento del importe de la indemnización. El BPI ha recurrido esta resolución ante el Tribunal de Apelación de París, alegando que el Tribunal Arbitral de La Haya es el único órgano competente para dictaminar sobre esta cuestión.

Cambios de las prácticas contables

Ejercicio financiero 2002/03

Tras revisar sus prácticas contables, el Banco ha decidido modificarlas para reconocer los beneficios generados por las ventas de títulos de sus fondos propios y para tener en cuenta las provisiones y los compromisos derivados de los planes de pensiones. Estos cambios se describen en la nota 2 a las cuentas. Se han corregido de forma acorde las cifras comparativas del balance, de la cuenta de pérdidas y ganancias y de las notas a las cuentas del ejercicio financiero 2001/02. La repercusión de estas correcciones en las reservas y los beneficios netos de ese ejercicio se recogen en la nota 3 a las cuentas. Éstas exponen de forma comparada los resultados financieros de los años 2001/02 tal y como quedan corregidos junto a los de 2002/03.

Ejercicio financiero 2002/03

La introducción del DEG como unidad de cuenta del Banco (véase anteriormente) ha facilitado la realización de otros cambios en la práctica contable del Banco, que entraron en vigor el 1 de abril de 2003. Estos cambios reflejan de forma más clara la situación y los resultados financieros del banco.

En las páginas 234–239 del Balance de situación y de la Cuenta de pérdidas y ganancias adjuntos se presenta una conciliación no auditada de un Balance pro forma en DEG a 31 de marzo de 2003 y de una Cuenta de pérdidas

y ganancias en esa moneda correspondiente al ejercicio financiero que se cerró en dicha fecha, con la incorporación de las nuevas directrices contables.

Política presupuestaria

El proceso de formulación del presupuesto del Banco para el próximo ejercicio financiero comienza aproximadamente seis meses antes de que la Alta Dirección del Banco establezca las pautas generales de la actividad y del volumen global de personal y de financiación. Dentro de este marco presupuestario general, cada área de negocio especifica posteriormente sus planes y las correspondientes necesidades de recursos. El proceso de conciliación de los planes detallados de cada departamento y la disponibilidad global de recursos culmina en la elaboración de un presupuesto financiero preliminar, que debe ser aprobado por el Consejo de Administración antes del comienzo del ejercicio financiero.

En la elaboración del presupuesto, se distingue entre gastos administrativos y gastos de capital. La remuneración del personal representa alrededor de la mitad de los gastos administrativos. Otras grandes partidas del gasto, que representan un 25% adicional de los gastos administrativos, son los gastos en TI y telecomunicaciones y los desembolsos relacionados con el Plan de Pensiones del Banco. Dada la naturaleza de los gastos, el gasto de capital tiende a variar significativamente de un año a otro. La mayoría de los gastos administrativos y de capital del Banco se realiza en francos suizos.

Los gastos de administración, antes de la amortización, durante el ejercicio financiero 2002/03 alcanzaron los 199,2 millones de francos suizos, lo que representa una reducción del 5,3% con respecto a la cantidad presupuestada de 210,3 millones². El presupuesto se elaboró suponiendo que el Banco sustituiría rápidamente a las personas que se habían acogido a una oferta de jubilación anticipada en el ejercicio financiero anterior. Esta sustitución inmediata resultó difícil de llevar a cabo, siendo el ahorro resultante la causa principal por la que los gastos administrativos fueron inferiores a los presupuestados. El gasto de capital, de 16,1 millones de francos suizos, fue 11,9 millones menor de lo presupuestado, ya que al retrasarse la puesta en marcha de la nueva infraestructura de TI para el Banco, el gasto en algunos proyectos de TI quedó pospuesto.

El Consejo de Administración aprobó un incremento del presupuesto administrativo para el ejercicio financiero 2003/04 de un 2,3%, hasta alcanzar la cifra de 215,1 millones de francos suizos. El presupuesto de capital prevé un incremento de 2,7 millones de francos suizos, hasta situarse en 30,7 millones. Además de la subida salarial del 2% en cada categoría del personal, los presupuestos incorporan la continuación de la iniciativa de aprendizaje electrónico para los supervisores bancarios, los costes del traslado a las

² La contabilidad presupuestaria del Banco excluye el impacto que han tenido las enmiendas a las directrices contables para provisiones y compromisos por prestaciones de jubilación, que se reflejan en los estados contables y que se analizaron en el Apartado 5.

nuevas oficinas de Hong Kong, así como la mejora del apoyo a las actividades bancarias basado en TI y en el control financiero.

Políticas retributivas del BPI

Política salarial general del BPI

El trabajo que realiza el personal del BPI se evalúa mediante una serie de criterios objetivos, entre los que se encuentran la titulación requerida, la experiencia y las responsabilidades, y se clasifica en distintas categorías laborales. Periódicamente, se realizan estudios en los que se comparan los salarios del BPI con los de instituciones o segmentos del mercado equiparables. Estas comparaciones entre retribuciones tienen en cuenta las diferencias en la tributación de los salarios del personal perteneciente a las instituciones estudiadas. Al aplicar los datos del mercado a los sueldos del BPI, el Banco se centra en la mitad superior de los sueldos de mercado para atraer a personas altamente cualificadas.

Las categorías laborales están ligadas a categorías salariales que se ajustan anualmente en función de la tasa de inflación de Suiza y de la subida media de los salarios reales del sector empresarial de los principales países industrializados. Las modificaciones de los sueldos de cada asalarado de cada categoría salarial se basan en méritos sujetos a una evaluación periódica de su rendimiento. En el BPI no existe un sistema de primas.

El personal contratado que no es suizo y que no residía en Suiza (incluidos los altos directivos) tiene derecho a una asignación de expatriación, que representa actualmente entre el 14 y el 18% del sueldo anual, dependiendo de la situación familiar. Además, el BPI ofrece un seguro médico y un plan de pensiones contributivo de prestaciones definidas.

Remuneración de los altos directivos

Los salarios de los Jefes de Departamento se ajustan anualmente, normalmente en la misma cuantía en que suben las categorías salariales del personal. Los sueldos del Director General y del Director General Adjunto son revisados periódicamente por el Consejo de Administración. A 1 de julio de 2002, la remuneración de los altos directivos era la siguiente (número de personas que desempeñan la función entre paréntesis):

- Director General (1) 617.050 francos suizos
- Director General Adjunto (1) 566.500 francos suizos
- Jefes de Departamento (3) 526.070 francos suizos

Remuneración del Consejo de Administración

La Asamblea General Anual aprueba la remuneración de los miembros del Consejo de Administración, que se ajusta cada tres años. Desde el 1 de julio de 2002, la remuneración anual fija global que se paga al Consejo de Administración ha ascendido a 844.800 francos suizos. Además, todos los miembros del Consejo reciben un estipendio por cada reunión del Consejo en la que participan. Suponiendo que todos los consejeros estuvieran

representados en todas las reuniones del Consejo, el total anual de estos estipendios ascendería a 777.240 francos suizos.

Cambios en la composición del Consejo de Administración y de la Alta Dirección del Banco

En septiembre de 2002, Antonio Fazio, Gobernador del Banco de Italia, renovó el nombramiento de Vincenzo Desario como miembro del Consejo de Administración para otro periodo de tres años, que concluirá el 7 de noviembre de 2005. Ernst Welteke, Presidente del Deutsche Bundesbank, renovó el nombramiento de Hans Tietmeyer como miembro del Consejo de Administración en noviembre de 2002 para un nuevo mandato de tres años, que expirará el 31 de diciembre de 2005. En marzo de 2003, Guy Quaden, Gobernador del Banco Nacional de Bélgica, renovó el nombramiento de Vicomte Verplaetse como miembro del Consejo de Administración para un nuevo periodo de tres años, que terminará el 28 de febrero de 2006.

A finales de diciembre de 2002, Urban Bäckström abandonó su cargo de Gobernador del Sveriges Riksbank y dejó vacante su puesto en el Consejo. El 1 de enero de 2003, el Consejo eligió a Lars Heikensten, sucesor de Urban Bäckström en el Sveriges Riksbank, como miembro del Consejo para el resto del mandato de Urban Bäckström, es decir, hasta finales de marzo de 2005.

El 19 de marzo de 2003, Masaru Hayami dimitió como Gobernador del Banco de Japón, quedando libre su puesto en el Consejo. En mayo de 2003, el Consejo eligió a su sucesor en el Banco de Japón, Toshihiko Fukui, como miembro del Consejo para el resto del mandato de Masaru Hayami, es decir, hasta el 12 de septiembre de 2003. William J McDonough, al abandonar la presidencia del Banco de la Reserva Federal de Nueva York el 10 de junio de 2003, renunció a su cargo como miembro del Consejo.

Por lo que se refiere a la Dirección del Banco, Andrew Crockett dejó su cargo de Director General a finales de marzo de 2003. Le sucedió Malcolm Knight el 1 de abril de 2003.

Las listas de miembros del Consejo de Administración, altos cargos del Banco y bancos centrales miembros se encuentran al final de este capítulo.

Balance de situación y Cuenta de pérdidas y ganancias

a 31 de marzo de 2003

Balance de Situación a 31 de marzo de 2003

(en millones de francos oro – véase la nota 2(a) a las Cuentas)

2002	Activo	2003
	Oro	
1 910,3	En lingotes	1 990,0
1 299,6	Depósitos a plazo y anticipos	1 309,6
3 209,9		3 299,6
3 292,3	Efectivo en caja y cuentas bancarias a la vista	3 041,5
9 588,1	Letras del Tesoro	14 027,3
	Depósitos a plazo y anticipos en divisas	
28 435,1	A tres meses como máximo	22 725,5
17 102,9	A más de tres meses	17 483,6
45 538,0		40 209,1
1 660,7	Títulos adquiridos con pacto de reventa A tres meses como máximo	5 302,2
	Títulos del Estado y otros valores a plazo	
3 753,3	A tres meses como máximo	4 625,1
19 857,6	A más de tres meses	22 165,9
23 610,9		26 791,0
115,4	Terrenos, edificios y equipamiento	138,9
699,1	Activos varios	21,7
87 714,4		92 831,3

Después de la distribución de los beneficios netos del ejercicio			Antes	Después
Antes de la distribución del ajuste de las reservas del ejercicio anterior	Después de la distribución del ajuste de las reservas del ejercicio anterior		de la distribución de los beneficios netos del ejercicio y del ajuste de las reservas del ejercicio anterior	
2002 cifras iniciales	2002 cifras ajustadas	Pasivo	2003	
330,7	330,7	Capital	330,7	330,7
3 307,8	4 947,2	Reservas	3 307,8	5 240,5
		Ajuste de las reservas del ejercicio anterior	1 639,4	
		Cuenta de pérdidas y ganancias	362,0	
(384,0)	(384,0)	Acciones propias	(522,7)	(522,7)
25,5	24,1	Cuenta de diferencias de valoración	303,9	303,9
3 280,0	4 918,0	Fondos propios	5 421,1	5 352,4
		Depósitos (oro)		
1 909,8	1 909,8	A la vista	1 989,3	1 989,3
266,4	266,4	A tres meses como máximo	245,8	245,8
355,2	355,2	A más de tres meses	403,3	403,3
2 531,4	2 531,4		2 638,4	2 638,4
		Depósitos (divisas)		
2 510,3	2 510,3	A la vista	2 410,7	2 410,7
36 369,5	36 369,5	A tres meses como máximo	32 970,2	32 970,2
40 606,6	40 606,6	A más de tres meses	48 378,5	48 378,5
79 486,4	79 486,4		83 759,4	83 759,4
		Títulos vendidos con pacto de recompra		
660,0	660,0	A tres meses como máximo	51,8	51,8
1 704,0	66,0	Pasivos varios	960,6	960,6
52,6	52,6	Dividendos		68,7
87 714,4	87 714,4		92 831,3	92 831,3

Cuenta de pérdidas y ganancias

del ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2003
(en millones de francos oro)

	2002 cifras ajustadas	2003
Intereses, descuentos y otros ingresos de explotación	6 015,7	4 999,6
A deducir: gastos por intereses y descuentos	5 410,1	4 358,9
pérdidas en la recompra de pasivos a precio de mercado	346,0	288,6
Intereses netos y otros ingresos de explotación	<u>259,6</u>	<u>352,1</u>
A deducir: gastos de administración		
Consejo de Administración	0,9	1,2
Dirección y personal	47,2	65,6
Gastos de oficina y diversos	19,9	22,0
Gastos de administración antes de la amortización	68,0	88,8
Amortización	8,8	9,5
	<u>76,8</u>	<u>98,3</u>
Beneficio de explotación	182,8	253,8
Beneficio de la venta de valores de inversión	85,7	108,2
Beneficio neto del ejercicio financiero	<u>268,5</u>	<u>362,0</u>
El Consejo de Administración recomienda a la Asamblea General Anual que el beneficio neto del ejercicio cerrado a 31 de marzo de 2003 se distribuya, conforme a lo dispuesto en el Artículo 51 de los Estatutos, de la siguiente manera:		
Dividendo: 380 francos suizos por acción a 452 073 acciones	52,6	
400 francos suizos por acción a 452 073 acciones		68,7
	<u>52,6</u>	<u>68,7</u>
	215,9	293,3
Transferencia al fondo de reserva general	31,2	29,3
	<u>184,7</u>	<u>264,0</u>
Transferencia al fondo de reserva especial para dividendos	3,0	3,0
	<u>181,7</u>	<u>261,0</u>
Transferencia al fondo de reserva libre	181,7	261,0
	<u>-</u>	<u>-</u>

Evolución del capital y de las reservas del Banco

durante el ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2003
(en millones de francos oro)

I. Capital

	Número de acciones	Francos oro (millones)
Acciones de 2 500 francos oro, de las que se ha desembolsado el 25%:		
Saldo a 31 de marzo de 2002, según el Balance de situación	529 125	330,7
Saldo a 31 de marzo de 2003, según el Balance de situación	529 125	330,7

Para más información, véase la nota 9 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 a 31 de marzo de 2002 tras la distribución del beneficio neto del ejercicio financiero 2001/02 – cifras iniciales	33,1	1 330,6	74,5	1 869,6	3 307,8
El Consejo de Administración recomienda a la Asamblea General Anual que la transferencia a los fondos de reserva resultante de la modificación de los criterios contables descritos en las notas 2 y 3 se distribuya, conforme a lo dispuesto en el Artículo 51 de los Estatutos, de la siguiente manera:		163,9		1 475,5	1 639,4
Saldos a 31 de marzo de 2002 – cifras ajustadas	33,1	1 494,5	74,5	3 345,1	4 947,2
A añadir: distribución del beneficio neto del ejercicio financiero 2002/03	–	29,3	3,0	261,0	293,3
Saldos a 31 de marzo de 2003, según el Balance de situación	33,1	1 523,8	77,5	3 606,1	5 240,5

III. Capital y fondos de reserva a 31 de marzo de 2003 (después de las distribuciones indicadas):

	Capital	Fondos de reserva	Total de capital y reservas
Activos netos en			
Oro	330,7	330,5	661,2
Divisas	–	4 910,0	4 910,0
Saldos a 31 de marzo de 2003, según el Balance de situación	330,7	5 240,5	5 571,2

Notas a las Cuentas

del ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2003
(en millones de francos oro)

1. Introducción

El Banco de Pagos Internacionales (BPI) es una institución financiera internacional, creada en virtud de los Acuerdos de La Haya de 20 de enero de 1930, con sede en Basilea (Suiza). De conformidad con el Artículo 3 de sus Estatutos, sus objetivos consisten en fomentar la cooperación entre los bancos centrales, proporcionar servicios adicionales para la realización de las operaciones financieras internacionales y actuar como fideicomisario o agente en las liquidaciones financieras internacionales. En la actualidad, cincuenta bancos centrales son miembros del Banco, los cuales 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, además de por consejeros nombrados por seis de estos países.

Las cuentas correspondientes al ejercicio financiero 2002/03 se presentan en la forma aprobada por el Consejo de Administración en virtud del Artículo 49 de los Estatutos del Banco.

2. Criterios contables adoptados

Tras un examen de sus criterios contables, el Banco ha decidido modificar sus criterios para el reconocimiento del beneficio procedente de la venta de valores pertenecientes a sus fondos propios, así como sus criterios de contabilización de provisiones y compromisos adquiridos por prestaciones de jubilación. Estas modificaciones se describen con detalle en los párrafos pertinentes de esta sección. Se han introducido los correspondientes ajustes en las cifras comparativas del Balance de situación, la Cuenta de pérdidas y ganancias y las Notas a las cuentas del ejercicio financiero 2001/02. El efecto de estos ajustes sobre las reservas y el beneficio neto del citado ejercicio se presenta en la nota 3 a las cuentas.

Con efectos a partir del 1 de abril de 2003, la unidad de cuenta del Banco es el Derecho Especial de Giro (DEG), conforme a la definición del Fondo Monetario Internacional. En las páginas 234-9 se presenta una conciliación no auditada del Balance de situación pro forma denominado en DEG a 31 de marzo de 2003, así como de la Cuenta de pérdidas y ganancias pro forma en esa moneda del ejercicio financiero cerrado a dicha fecha.

(a) Unidad de cuenta y conversión de divisas

La unidad de cuenta utilizada en estos estados contables es el franco oro, que equivale a 1,94149... dólares de Estados Unidos. Con anterioridad a su modificación de 10 de marzo de 2003, el Artículo 4 de los Estatutos del Banco definía el franco oro (FO, en abreviatura) como el equivalente a 0,29032258... gramos de oro fino. Las partidas que representan derechos en oro se convierten en francos oro en función de su peso 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 divisas se convierten en dólares de Estados Unidos a los tipos de cambio vigentes en el mercado al contado en la fecha de cierre del balance y los saldos resultantes en dólares de Estados Unidos se convierten en francos oro de la forma indicada.

Las diferencias cambiarias que se originen en la conversión de los activos y pasivos expresados en divisas que no sean el dólar de Estados Unidos se registran en la cuenta de diferencias de valoración.

El saldo neto resultante de las diferencias cambiarias en la conversión de los contratos a plazo y *swaps* de divisas se incluye en las rúbricas de activos varios o pasivos varios.

(b) Criterios de valoración y determinación del beneficio

Salvo indicación en contrario, los estados contables del Banco se elaboran con arreglo al principio del coste histórico y las partidas de ingresos y gastos se contabilizan conforme al criterio del devengo. Las pérdidas y ganancias se determinan cada mes y se convierten a dólares de Estados Unidos al tipo de cambio vigente en el mercado al contado al final de cada mes, transformándose luego en francos oro conforme a las pautas ya indicadas. Los beneficios mensuales así calculados se suman para obtener el beneficio anual.

Las pérdidas y ganancias resultantes de la venta de valores de inversión que el Banco considera pertenecientes a sus fondos propios se asientan en la Cuenta de pérdidas y ganancias. Con anterioridad, estas pérdidas y ganancias se contabilizaban en la cuenta de compensación de valores, incluida en la rúbrica de "Pasivos varios" del Balance de situación y se amortizaban en la Cuenta de pérdidas y ganancias durante un periodo equivalente al plazo medio de vencimiento residual de la cartera de inversiones del Banco. En la nota 3 se muestra el efecto que ha tenido esta modificación de criterios contables sobre las reservas y el beneficio neto del pasado ejercicio financiero.

(c) Oro

Los activos y pasivos en oro se contabilizan por su peso 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 coste de adquisición, añadiéndose los intereses devengados según proceda, con los ajustes correspondientes por amortización de primas o descuentos en el periodo que resta hasta su vencimiento. Los ingresos por intereses y descuentos incluyen 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 por la cuantía entregada por anticipado a la contraparte, más los intereses devengados.

(g) Terrenos, edificios y equipamiento

El Banco capitaliza el coste de sus terrenos, edificios y equipamiento. Ese coste se amortiza linealmente durante la vida útil estimada de los activos correspondientes, del siguiente modo:

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 diferencias de valoración

En la cuenta de diferencias de valoración se registran los efectos de las diferencias cambiarias descritas en el apartado (a) anterior. Estas diferencias se refieren básicamente a la parte de los fondos propios del Banco mantenida en divisas distintas del dólar de Estados Unidos.

(i) Depósitos

Los depósitos son derechos contables sobre el Banco y se contabilizan con arreglo al valor de su principal más los intereses devengados. Algunos de ellos se emiten a descuento respecto del valor pagadero al vencimiento del depósito, en cuyo caso, el tratamiento contable es análogo al aplicado a los títulos a plazo fijo en poder del Banco (véase el apartado (d) anterior).

Las pérdidas y ganancias resultantes de la recompra de los derechos contables transferibles descritos en la nota 12(c) a sus precios de mercado se contabilizan en la rúbrica de "Pérdidas en la recompra de pasivos a precio de mercado" de la Cuenta de pérdidas y ganancias.

(j) Títulos vendidos con pacto de recompra

Los títulos vendidos con pacto de recompra se contabilizan por la cuantía recibida de la contraparte, más los intereses devengados.

(k) Provisiones

Las provisiones se reconocen cuando el Banco deba hacer frente a una obligación legal en el presente o a una obligación implícita como consecuencia de eventos acaecidos en el pasado y sea probable que se requieran recursos para liquidar dicha obligación, siempre que la cuantía de ésta pueda estimarse de forma razonable.

En años precedentes, el Consejo de Administración revisaba el nivel (y, en caso de estimarlo necesario, procedía a la dotación) de una provisión por riesgos bancarios y otras eventualidades, que se incluía en la rúbrica de "Pasivos varios" del Balance de situación. Como resultado de esta modificación de criterios contables, el Consejo de Administración recomienda a la Asamblea General Anual que los saldos de ésta y de otras provisiones se asienten en los fondos de reserva. En la nota 3 se presenta el efecto que esta modificación ha tenido sobre las reservas y el beneficio del pasado ejercicio financiero.

(l) Compromisos por prestaciones de jubilación

El Banco cuenta con sistemas de prestaciones definidas de jubilación, asistencia sanitaria y accidentes. Los pasivos implícitos derivados de dichos sistemas de prestaciones definidas se calculan como el valor actual de los compromisos adquiridos por prestaciones definidas a la fecha de cierre del Balance de situación, menos el precio de mercado de los activos del sistema (si el sistema cuenta con su propio fondo) a la fecha de cierre del Balance de situación, junto con los ajustes debidos a pérdidas o ganancias actuariales no reconocidas y a costes por servicios previos. Los compromisos por prestaciones definidas los calculan anualmente actuarios independientes utilizando el método de las unidades de crédito proyectadas. El valor actual de los compromisos por prestaciones definidas se determina mediante el descuento de las futuras salidas de caja estimadas, utilizando como tasas de descuento los tipos de interés de los bonos emitidos por empresas de elevada calificación y que cuentan con plazos de vencimiento aproximados a los de los compromisos subyacentes. En la nota 3 se presenta el efecto que esta modificación de criterios contables ha tenido sobre las reservas y el beneficio neto del pasado ejercicio financiero.

La cantidad asentada en la Cuenta de pérdidas y ganancias representa la suma del coste corriente del servicio de las prestaciones devengadas con arreglo al sistema durante el ejercicio y de los intereses calculados a la tasa de descuento sobre los compromisos por prestaciones definidas. Además, las pérdidas y ganancias actuariales procedentes de los ajustes que exija el paso del tiempo, de modificaciones de los supuestos actuariales y de cambios introducidos en los sistemas, se contabilizan en la Cuenta de pérdidas y ganancias durante el periodo de servicio del personal en cuestión. Los activos o pasivos resultantes se incluyen en las rúbricas "Activos varios" o "Pasivos varios" del Balance de situación.

3. Cifras ajustadas de las reservas y del beneficio neto

Tras las modificaciones de los criterios contables descritas en la nota 2 y conforme a las recomendaciones realizadas por el Consejo de Administración a la Asamblea General Anual relativas a las transferencias a los fondos de reserva, a continuación se presentan las cifras ajustadas de las reservas y del beneficio neto del Banco correspondientes al ejercicio financiero 2001/02:

	Reservas	Beneficio neto
Cifras publicadas inicialmente	3 307,8	225,7
Modificaciones de los criterios contables:		
Ventas de valores de inversión pertenecientes a fondos propios – <i>nota 2(b)</i>		
Transferencia del saldo de la cuenta de compensación de valores	101,1	
Anulación de la amortización de los beneficios acumulados obtenidos de la venta de valores de inversión		(33,5)
Beneficios de la venta de valores de inversión pertenecientes a fondos propios		85,7
Provisiones		
Transferencia de la provisión general para riesgos bancarios y otras eventualidades – <i>nota 2(k)</i>	1 582,1	(1,2)
Otras provisiones – <i>note 2(k)</i>	9,5	(0,8)
Compromisos por prestaciones de jubilación – <i>nota 2(l)</i>	(53,3)	(7,4)
Incremento debido a las modificaciones de los criterios contables	1 639,4	42,8
Cifras ajustadas	4 947,2	268,5

El aumento neto de las reservas procedente de las modificaciones de los criterios contables se ha compensado mediante la correspondiente reducción de la rúbrica "Pasivos varios". La propuesta de distribución se presenta en el cuadro II de la "Evolución del capital y de las reservas del Banco".

4. Tenencias de oro

En el cuadro siguiente se indica la composición de las tenencias totales de oro del Banco:

Activos	2002	2003
Oro en lingotes en los bancos centrales	1 910,3	1 990,0
Depósitos a plazo en oro:		
A tres meses como máximo	328,4	283,7
A más de tres meses	971,2	1 025,9
	<u>3 209,9</u>	<u>3 299,6</u>

Las tenencias de oro propias del Banco ascendían, a 31 de marzo de 2003, a 661,2 millones de FO, equivalentes a 192 toneladas de oro fino (2002: 661,4 millones de FO; 192 toneladas).

5. Letras del Tesoro

Las tenencias del Banco eran las siguientes:

	2002	2003
Valor contable	9 588,1	14 027,3
Valor de mercado	9 587,0	14 027,6

6. Títulos del Estado y otros valores a plazo

Las tenencias del Banco eran las siguientes:

	2002	2003
Valor contable	23 610,9	26 791,0
Valor de mercado	23 649,6	27 312,6

7. Terrenos, edificios y equipamiento

	Terrenos y edificios	Equipamiento informático y otros	Total
Coste:			
Saldo inicial a 1 de abril de 2002	129,1	40,8	169,9
Gasto de capital		5,8	5,8
Eliminaciones y retiradas de uso		(0,5)	(0,5)
Ajustes cambiarios	30,9	10,1	41,0
Coste a 31 de marzo de 2003	<u>160,0</u>	<u>56,2</u>	<u>216,2</u>
Amortización:			
Amortización acumulada a 1 de abril de 2002	32,6	21,9	54,5
Amortización del ejercicio actual	2,7	6,8	9,5
Eliminaciones y retiradas de uso		(0,5)	(0,5)
Ajustes cambiarios	7,9	5,9	13,8
Amortización acumulada a 31 de marzo de 2003	<u>43,2</u>	<u>34,1</u>	<u>77,3</u>
Valor contable neto a 31 de marzo de 2003	<u>116,8</u>	<u>22,1</u>	<u>138,9</u>

El coste de los terrenos del Banco, a 31 de marzo de 2003, ascendía a 29,2 millones de FO (2002: 23,5 millones de FO).

8. Activos varios

Incluyen:

	2002	2003
Saldos netos de operaciones a plazo y <i>swaps</i>	691,6	–
Otros importes recuperables	7,5	21,7
	<u>699,1</u>	<u>21,7</u>

9. Capital

El capital del Banco está integrado por:

	2002	2003
Capital autorizado: 600 000 acciones, de 2 500 francos oro cada una	1 500,0	1 500,0
Capital emitido: 529 125 acciones (2002: 529 125)	1 322,8	1 322,8
del cual, 25% desembolsado	330,7	330,7

- (a) La Asamblea General Extraordinaria celebrada el 8 de enero de 2001 modificó los Estatutos del Banco para limitar el derecho de tenencia de acciones en el BPI exclusivamente a los bancos centrales, efectuando así una recompra obligatoria de 72 648 acciones de las emisiones belga, estadounidense y francesa en manos de accionistas privados (es decir, tenedores distintos de los bancos centrales) a cambio de una compensación de 16 000 francos suizos por acción. El Banco también recompró al mismo precio 2 304 acciones de estas tres emisiones que se encontraban en manos de otros bancos centrales. El Consejo redistribuirá en su momento dichas acciones entre los bancos centrales que actualmente son accionistas del modo que estime oportuno. Los derechos de voto que confieren estas acciones no resultarán afectados y continuarán correspondiendo a los respectivos bancos centrales de Bélgica, Estados Unidos y Francia.
- (b) Tras la decisión del Tribunal Arbitral de la Haya de noviembre de 2002, se estima que el coste de la recompra del total de las 74 952 acciones antes mencionadas, excluidos los intereses devengados, asciende a 522,7 millones de FO (2002: 384,0 FO). Esta cifra aparece en el Balance de situación del Banco como un pasivo negativo en la rúbrica "Acciones propias".
- (c) El número de acciones que dan derecho al pago del dividendo del ejercicio financiero 2002/03 se obtiene del siguiente modo:

Capital emitido a 31 de marzo de 2003	529 125
A deducir: acciones propias	
Procedentes de accionistas privados	
y de bancos centrales	74 952
Otras	2 100
Número total de acciones con derecho a dividendo	452 073

- (d) La Asamblea General Extraordinaria celebrada el 10 de marzo de 2003 modificó los Estatutos del Banco para red denominar en DEG el capital social del Banco y el valor nominal de cada acción con efectos a partir del 1 de abril de 2003. A fin de que el valor nominal por acción fuese una cifra redonda (5 000 DEG, de los cuales un 25% se encuentra desembolsado), se procedió a reducir el capital social total. El exceso resultante, por importe de 92,1 millones de DEG (65,1 millones de FO), se transfirió en esa fecha de la rúbrica de capital desembolsado al fondo de reserva libre.

10. Reservas

Las reservas del Banco, tras la propuesta de distribución realizada por el Consejo de Administración y el ajuste de la cifra de reservas del ejercicio financiero 2001/02 resultante de las modificaciones de los criterios contables (véase nota 3), están integradas por:

	2002 <i>cifras ajustadas</i>	2003
Fondo de reserva legal	33,1	33,1
Fondo de reserva general	1 494,5	1 523,8
Fondo de reserva especial para dividendos	74,5	77,5
Fondo de reserva libre	3 345,1	3 606,1
	4 947,2	5 240,5

Las dotaciones anuales a los distintos fondos de reserva se rigen por el Artículo 51 de los Estatutos del Banco. La propuesta de distribución se presenta en el Cuadro II de la "Evolución del capital y de las reservas del Banco".

11. Cuenta de diferencias de valoración

Los movimientos de esta cuenta durante el ejercicio fueron:

	2002	2003
Saldo inicial	56,0	24,1
Ganancia/(pérdida) por conversión de divisas	(31,9)	279,8
Saldo final	24,1	303,9

12. Depósitos

(a) Oro

Los depósitos en oro colocados en el Banco proceden en su totalidad de los bancos centrales.

(b) Por plazo de vencimiento

El detalle por plazo de vencimiento de los depósitos en divisas colocados en el Banco fue el siguiente:

	2002	2003
Bancos centrales		
A la vista	2 214,2	2 035,2
A tres meses como máximo	34 372,8	30 618,3
A más de tres meses	39 641,0	47 309,5
Otros depositantes		
A la vista	296,1	375,5
A tres meses como máximo	1 996,7	2 351,9
A más de tres meses	965,6	1 069,0
	<u>79 486,4</u>	<u>83 759,4</u>

(c) Por tipo de instrumento

El detalle de los depósitos en divisas por tipo de instrumento fue el siguiente:

	2002	2003
Depósitos a la vista y con preaviso	9 227,8	8 461,7
Depósitos a plazo fijo	19 601,6	21 239,4
Derechos contables transferibles		
A tipo variable (FRIBIS)	3 200,1	4 155,5
A tipo fijo		
Emitidos a la par (Coupon FIXBIS)	14 227,1	13 956,8
Emitidos a descuento (Discoutn FIXBIS)	11 478,8	7 491,3
Instrumentos a Medio Plazo	21 751,0	28 454,7
	<u>79 486,4</u>	<u>83 759,4</u>

Los derechos contables transferibles sobre el BPI se contabilizan a nombre del suscriptor. Los FRIBIS, Coupon FIXBIS y Discount FIXBIS tienen plazos de vencimiento de hasta un año desde la fecha de emisión. Los Instrumentos a Medio Plazo tienen plazos de vencimiento fijos, que en principio no son inferiores a un año ni superiores a diez años desde la fecha de emisión del derecho. El Banco está obligado a recomprar estos derechos al precio de mercado vigente, en su totalidad o parcialmente, si la contraparte suscriptora así lo solicita al menos con preaviso de un día hábil. Las pérdidas y ganancias resultantes se contabilizan en la rúbrica "Pérdidas en la recompra de pasivos a precio de mercado" de la Cuenta de pérdidas y ganancias.

13. Pasivos varios

Incluyen:

	2002 <i>cifras ajustadas</i>	2003
Resultados netos de operaciones a plazo y <i>swaps</i>	–	537,1
Deudas de carácter administrativo y bancario	7,4	203,4
Compromisos por prestaciones de jubilación – <i>nota 14</i>		
Pensiones de directivos	2,3	2,8
Prestaciones de asistencia sanitaria y seguro de accidentes	52,4	68,7
Deudas frente a antiguos accionistas	3,9	148,6
	66,0	960,6

14. Compromisos por prestaciones de jubilación

(a) Pensiones de directivos

El Banco mantiene un sistema de prestaciones definidas (que no cuenta con su propio fondo) en beneficio de sus directivos, al que da derecho un periodo mínimo de servicio de cuatro años. Los movimientos de las cuentas durante el ejercicio fueron los siguientes:

	2002	2003
Pasivos iniciales	2,2	2,3
Diferencias cambiarias	0,1	0,5
Cargo a la cuenta de pérdidas y ganancias	0,2	0,2
Aportaciones realizadas	(0,2)	(0,2)
Pasivos finales	2,3	2,8

(b) *Pensiones del personal*

El Banco cuenta con un Plan de Pensiones para los miembros de su personal por el que éstos percibirán una prestación definida calculada sobre su salario final. El Plan de Pensiones se basa en un fondo cuya naturaleza es similar a la de un fondo fiduciario, sin personalidad jurídica independiente. Sus activos son administrados por el Banco en beneficio exclusivo de los miembros actuales y antiguos del personal que participan en el plan y actuarios independientes valoran anualmente el plan. La última valoración actuarial se llevó a cabo el 30 de septiembre de 2002.

	2002	2003
Valor actual de los compromisos capitalizados	258,6	361,6
Valor a precio razonable de los activos del plan	257,2	340,1
	1,4	21,5
Pérdidas actuariales no reconocidas	(1,4)	(21,5)
Pasivos en el Balance de situación	-	-

El movimiento de las cuentas durante el ejercicio fue el siguiente:

	2002	2003
(Activos)/Pasivos iniciales	-	-
Cargo a la cuenta de pérdidas y ganancias	7,9	21,6
Aportaciones realizadas	(7,9)	(21,6)
(Activos)/Pasivos finales	-	-

Los supuestos actuariales básicos utilizados en los cálculos fueron los siguientes:

	2002	2003
Tasa de descuento – tipo de mercado de bonos emitidos por empresas de calificación elevada	4,0%	3,5%
Rendimiento esperado de los activos del plan	5,0%	5,0%
Aumentos salariales futuros	4,1%	4,1%
Aumentos futuros de las pensiones	4,1%	4,1%

(c) *Prestaciones de asistencia sanitaria y seguro de accidentes*

El Banco también ofrece a su personal jubilado un sistema (sin fondo propio) de prestaciones de asistencia sanitaria y seguro de accidentes, al

que da derecho un periodo mínimo de servicio de diez años. La metodología utilizada en la determinación de los costes y los compromisos derivados de este sistema, así como los supuestos actuariales utilizados en el cálculo de estas prestaciones, son idénticos a los empleados en el Plan de Pensiones, excepto que aquí existe el supuesto adicional de una inflación a largo plazo de los costes médicos de un 5,0% anual.

El movimiento de las cuentas durante el ejercicio fue el siguiente:

	2002	2003
Pasivos iniciales	48,2	52,4
Diferencias cambiarias	1,3	12,5
Cargo a la cuenta de pérdidas y ganancias	5,2	6,3
Aportaciones realizadas	(2,3)	(2,5)
Pasivos finales	52,4	68,7
Pérdida actuarial no reconocida	-	16,2
Valor actual de los compromisos	52,4	84,9

(d) Plan de Ahorro

Hasta el 31 de marzo de 2003, el Banco contaba con un Plan de Ahorro para su personal. Este Plan se materializaba en un fondo separado de naturaleza similar al Fondo de Pensiones. Las aportaciones del Banco al plan se asentaban en la Cuenta de pérdidas y ganancias y los pasivos del Banco derivados del plan se situaban fuera del Balance de situación. El plan se dio por concluido con fecha 1 de abril de 2003 y sus pasivos pendientes se liquidaron en dicha fecha.

15. Partidas fuera de balance

(a) Derivados

En el curso normal de sus actividades, el Banco participa en operaciones con instrumentos financieros derivados, incluidos contratos de divisas a plazo, *swaps* de divisas y de tipos de interés, contratos a plazo sobre tipos de interés (FRA), futuros y opciones. Estas operaciones se utilizan para gestionar la exposición de los activos y pasivos del Banco a riesgos de tipo de interés y de tipo de cambio. El Banco aplica a sus compromisos fuera de balance los mismos criterios crediticios que al resto de sus inversiones.

Cantidades nominales del principal	2002	2003
Contratos sobre tipos de cambio:		
<i>Swaps</i> y contratos a plazo de divisas	4 704,2	17 859,6
<i>Swaps</i> de divisas	5 438,0	7 083,1
Opciones	207,9	462,8
Contratos sobre tipos de interés:		
<i>Swaps</i> de tipos de interés	69 767,5	85 813,8
Contratos a plazo sobre tipos de interés (FRA) y futuros	29 837,1	36 554,4
Opciones	–	397,7

Las cantidades del principal nominales o contratadas de los diversos derivados reflejan el grado de actividad del Banco en los respectivos mercados, pero no indican el riesgo de crédito o de mercado de las actividades del Banco. El coste bruto de reposición de la totalidad de los contratos en que se aprecian beneficios a los vigentes precios de mercado ascendía, a 31 de marzo de 2003, a 2 838,1 millones de FO (2002: 1 601,3 millones de FO).

(b) *Operaciones fiduciarias*

Las operaciones fiduciarias no se incluyen en el Balance de situación, puesto que, aunque el Banco las realiza en nombre propio, se efectúan por cuenta y riesgo de los clientes del Banco.

	2002	2003
Valor nominal de los títulos mantenidos a causa de:		
acuerdos de custodia	4 351,0	5 876,5
acuerdos de pignoración de colateral	2 555,0	2 515,1
instrucciones de administración de carteras	1 235,0	1 526,8
	<u>8 141,0</u>	<u>9 918,4</u>
Oro en consignación (en toneladas)	<u>170</u>	<u>168</u>

Los instrumentos financieros mantenidos como consecuencia de los anteriores acuerdos se encuentran depositados bajo custodia externa, ya sean bancos centrales o instituciones comerciales.

16. Pasivos contingentes

Algunos antiguos accionistas privados han expresado su insatisfacción ante la cuantía de la compensación que el Banco les abonó como consecuencia de la recompra obligatoria de las acciones que no estaban en manos de bancos centrales (véase nota 9(a)).

En el marco de una demanda interpuesta por antiguos accionistas ante el Tribunal Arbitral de La Haya, este Tribunal dictó, con fecha 22 de noviembre de 2002, un Laudo Parcial confirmando la legalidad de la recompra obligatoria, si bien concluyó que la compensación debía incrementarse. El Tribunal falló que los antiguos accionistas privados tienen derecho a recibir una parte proporcional del valor de los activos netos del Banco, sujeta sin embargo a un descuento del 30%. Esta fórmula es equivalente a la que el BPI ha aplicado a las nuevas suscripciones de acciones por parte de los bancos centrales. El Banco ha reiterado que hará extensiva de forma voluntaria la decisión del Tribunal Arbitral a todos los antiguos accionistas privados registrados, a modo de liquidación final de todas las demandas. El Tribunal Arbitral determinará la cuantía exacta de la compensación adicional, tras las diligencias judiciales que se llevarán a cabo en el transcurso de 2003. El BPI estima que la compensación adicional adeudada asciende a 4 868 francos suizos por acción, lo que representa un importe total de 138,7 millones de FO para las 74 952 acciones recompradas. Este importe total se refleja en el incremento de la rúbrica "Acciones propias" del Balance de situación. Los demandantes no están de acuerdo con esa cantidad por acción y solicitan del Tribunal una compensación adicional que, en total, se situaría aproximadamente en unos 100 millones de FO por encima de la estimación del Banco.

En el marco de una demanda interpuesta por un otro grupo de antiguos accionistas privados, el Tribunal Comercial de París dictó, en marzo de 2003, una resolución preliminar (sin analizar el fondo de la cuestión) por la que se declaraba competente para juzgar las reclamaciones que persiguen un aumento del importe de la compensación. El Banco ha recurrido esta decisión procesal ante el Tribunal de Apelaciones de París, argumentando que la competencia exclusiva sobre esta materia recae en el Tribunal Arbitral de La Haya. En consecuencia, el Banco no ha dotado nuevas provisiones para hacer frente a estas demandas.

Informe de los auditores

Informe de los auditores
al Consejo de Administración y a la Asamblea General
del Banco de Pagos Internacionales, Basilea

Hemos llevado a cabo la auditoría del Balance de situación y de la Cuenta de pérdidas y ganancias adjuntos, incluidas las Notas que los 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 descritos en el epígrafe "Criterios contables adoptados" de las Notas a las Cuentas. En virtud de los Estatutos del Banco, nuestra responsabilidad consiste en formar una opinión independiente sobre el Balance de situación y la Cuenta de pérdidas y ganancias basada en nuestra auditoría y comunicársela a ustedes.

Nuestra auditoría consistió en el examen, a partir de una muestra representativa, de los justificantes de las cifras del Balance de situación y de la Cuenta de pérdidas y ganancias y de otros datos relacionados con ellos. Hemos recibido toda la información y explicaciones que hemos requerido para estar seguros de que el Balance de situación y la Cuenta de pérdidas y ganancias no contienen errores sustanciales y consideramos que la auditoría que hemos realizado constituye una base razonable para formar nuestra opinión.

En nuestra opinión, el Balance de situación y la Cuenta de pérdidas y ganancias, incluidas las Notas que los acompañan, han sido debidamente elaborados y reflejan de manera fiel la situación financiera del Banco de Pagos Internacionales a 31 de marzo de 2003, así como los resultados de sus operaciones durante el ejercicio cerrado a dicha fecha y, por consiguiente, resultan conformes con los Estatutos del Banco.

PricewaterhouseCoopers AG

Ralph R Reinertsen

Anthony W Travis

Basilea, 12 de mayo de 2003

Estados contables pro forma (no auditados)

Introducción

En su reunión de 10 de marzo de 2003, la Asamblea General Extraordinaria (AGE) del Banco, decidió que, con efectos a partir del 1 de abril de 2003, el Derecho Especial de Giro (DEG), conforme a la definición del Fondo Monetario Internacional, sustituiría al franco oro como unidad de cuenta del Banco. Esta sustitución contribuirá a una gestión más eficiente de las operaciones y del capital económico del Banco y aumentará el grado de transparencia de sus estados contables.

Consecuencias del cambio al DEG como unidad de cuenta

La sustitución del franco oro por el DEG¹ requiere la conversión a DEG de las cifras del capital del Banco, previamente denominadas en francos oro. La AGE decidió redondear a la baja la conversión exacta del valor nominal de las acciones (5 696 DEG a 31 de marzo de 2003), situando el nuevo valor nominal en 5 000 DEG. Tras la reducción de un 12,2% del capital social, con fecha 31 de marzo de 2003 se procedió a transferir el exceso resultante, por importe de 92,1 millones de DEG, desde la rúbrica de capital desembolsado a los fondos de reserva del Banco. Esta modificación no tiene repercusión alguna sobre los fondos propios del Banco.

Modificaciones de los criterios contables

El Banco ha aprovechado la oportunidad para examinar sus criterios contables y tratar de que muestren una mayor sintonía con sus actividades de negocio. Los criterios contables en que se fundamentan los estados contables auditados y denominados en francos oro han experimentado diversas modificaciones. La utilización del DEG como nueva unidad de cuenta del Banco ha facilitado la introducción de una serie de modificaciones adicionales, con efectos a partir del 1 de abril de 2003. Como se describe más adelante, estas modificaciones reflejan de una forma más fiel la situación financiera y los resultados del Banco.

A fin de recoger la naturaleza de las transacciones del Banco, crecientemente vinculadas a la operativa de mercado, los instrumentos financieros y el oro se contabilizarán en el Balance de situación en función de su fecha de operación y a su precio de mercado o valor razonable, en lugar de

¹ Conforme a la Regla O-1 adoptada el 29 de diciembre de 2000 por el Directorio Ejecutivo del Fondo Monetario Internacional y en vigor desde el 1 de enero de 2001, un DEG equivale a la suma de 0,577 dólares de Estados Unidos, 0,426 euros, 21,0 yenes japoneses y 0,0984 libras esterlinas. Esta decisión está sujeta a revisión cada cinco años.

al coste histórico amortizado sobre la base de la fecha valor. Los instrumentos financieros derivados se contabilizarán a ambos lados del Balance de situación a sus valores razonables brutos. Los beneficios y las pérdidas resultantes de las operaciones de negociación del Banco se contabilizarán en la Cuenta de pérdidas y ganancias a precios de mercado. Con efectos a partir del 31 de marzo de 2003, se ha modificado el desglose por divisas de los activos catalogados como financiados mediante los fondos propios (acciones) del Banco a fin de que refleje la composición de la cesta de monedas del DEG. Las diferencias por conversión de divisas se contabilizarán en la Cuenta de pérdidas y ganancias. Los beneficios resultantes reflejarán de una manera más precisa los resultados económicos de la cartera de inversión, gestionada con límites a los riesgos de tipo de interés, de tipo de cambio y de transformación de plazos de vencimiento. Además, se dotarán reservas para reflejar los beneficios no realizados de la cartera de valores de inversión del Banco y del oro de su propiedad.

Conciliaciones de los estados contables pro forma

Estas conciliaciones ponen en relación las cifras incluidas en el Balance de situación y la Cuenta de pérdidas y ganancias denominadas en francos oro y auditadas con las cifras de los estados contables denominadas en DEG más arriba descritas, mediante:

- (i) la conversión a DEG de las cifras denominadas en francos oro al tipo de cambio vigente el 31 de marzo de 2003 (1 DEG = 0,7072146 FO o 1,3730456 dólares de Estados Unidos);
- (ii) la introducción de ajustes por nueva valoración, que incorporan los cambios introducidos en la valoración de los activos y pasivos del Banco como consecuencia de las modificaciones de los criterios contables descritas más arriba;
- (iii) la realización de transferencias:
 - (a) desde el capital social hacia los fondos de reserva como consecuencia del ajuste a la baja del valor nominal de las acciones del Banco hasta 5 000 DEG;
 - (b) desde el saldo de la cuenta de diferencias de valoración hacia reservas, como consecuencia de la modificación del criterio contable aplicado a las diferencias por conversión de divisas, al que se hizo referencia anteriormente; y
 - (c) desde reservas hacia la cuenta de nueva valoración del oro, a fin de reflejar la diferencia entre el precio de mercado del oro propiedad del Banco (335,18 dólares de Estados Unidos por onza) y su anterior precio, 208 dólares de Estados Unidos por onza;
- (iv) la introducción de otros ajustes con el objeto de reflejar la modificación del criterio contable aplicado a los activos y pasivos del Banco —pasando del criterio basado en la fecha valor utilizado previamente en los estados contables del Banco al nuevo criterio fundamentado en la fecha de operación—, así como para mostrar los saldos de instrumentos derivados del Banco en términos brutos en lugar de netos.

Conciliación del Balance de situación pro forma (no auditada)

a 31 de marzo de 2003

(en millones de Derechos Especiales de Giro)

Columna/notas	Balance de situación (FO)	Convertido a DEG	Nuevas valoraciones	Reclasificaciones	Ajustes por fecha de operación	Balance de situación (DEG)
	1	2	3	4	5	6
Activo						
Oro	3 299,6	4 665,6	2 876,4	-	-	7 542,0
Efectivo en caja y cuentas bancarias a la vista	3 041,5	4 300,7	-	-	-	4 300,7
Letras del Tesoro	14 027,3	19 834,6	0,6	-	889,4	20 724,6
Depósitos a plazo y anticipos en divisas	40 209,1	56 855,6	48,3	-	1 824,2	58 728,1
Títulos adquiridos con pacto de reventa	5 302,2	7 497,3	-	-	4 757,7	12 255,0
Títulos del Estado y otros valores a plazo	26 791,0	37 882,4	737,5	-	112,7	38 732,6
Instrumentos financieros derivados	-	-	3 966,1	-	-	3 966,1
Terrenos, edificios y equipamiento	138,9	196,4	-	-	-	196,4
Activos varios	21,7	30,7	-	-	3 143,2	3 173,9
Total del activo	92 831,3	131 263,3	7 628,9	-	10 727,2	149 619,4
Pasivo						
Capital desembolsado	330,7	467,6	285,9	(92,1)	-	661,4
Reservas (después de la distribución del beneficio neto)	5 240,5	7 410,1	623,4	(49,8)	(2,5)	7 981,2
Acciones propias	(522,7)	(739,1)	-	-	-	(739,1)
Cuenta de nueva valoración de títulos	-	-	357,0	-	-	357,0
Cuenta de nueva valoración del oro	-	-	-	571,6	-	571,6
Cuenta de diferencias de valoración	303,9	429,7	-	(429,7)	-	-
Fondos propios	5 352,4	7 568,3	1 266,3	-	(2,5)	8 832,1
Depósitos						
<i>Oro</i>	<i>2 638,4</i>	<i>3 730,7</i>	<i>2 291,9</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>6 022,6</i>
<i>Divisas</i>	<i>83 759,4</i>	<i>118 435,6</i>	<i>1 595,8</i>	<i>-</i>	<i>2 487,4</i>	<i>122 518,8</i>
	86 397,8	122 166,3	3 887,7	-	2 487,4	128 541,4
Títulos vendidos con pacto de recompra	51,8	73,2	-	-	-	73,2
Instrumentos financieros derivados	-	-	3 234,4	-	-	3 234,4
Pasivos varios	960,6	1 358,4	(759,5)	-	8 242,3	8 841,2
Dividendos	68,7	97,1	-	-	-	97,1
Total del pasivo	92 831,3	131 263,3	7 628,9	-	10 727,2	149 619,4

Notas a la conciliación del Balance de situación pro forma

1. Esta columna incluye las cifras del Balance de situación a 31 de marzo de 2003, denominadas en francos oro y auditadas, bajo el supuesto de que se adoptan las recomendaciones del Consejo relativas a las transferencias a los fondos de reserva.
2. Las cantidades de esta columna reflejan la conversión a DEG de las cifras denominadas en francos oro de la columna 1 al tipo de cambio vigente en la fecha del Balance de situación, 1 DEG = 0,7072146 FO (1 DEG = 1,3730456 dólares de Estados Unidos).
3. Los ajustes de esta columna están básicamente relacionados con las nuevas valoraciones descritas a continuación:
 - (a) del oro, desde el equivalente a 208 dólares de Estados Unidos por onza hasta su precio de mercado a 31 de marzo de 2003, situado en 244,11 DEG (335,18 dólares de Estados Unidos).
 - (b) de los instrumentos financieros denominados en divisas, desde el coste histórico amortizado hasta el precio de mercado, calculado como la media entre los precios de compra y los precios de venta. El saldo de la cuenta de nueva valoración de títulos representa el beneficio no realizado procedente de la revalorización de los títulos de inversión.
 - (c) de los instrumentos financieros derivados hasta su valor razonable. A partir del 1 de abril de 2003, los activos y pasivos derivados (básicamente contratos sobre tipos de cambio y sobre tipos de interés) se contabilizan a su valor razonable de forma separada en cada lado del Balance de situación. Conforme al criterio contable utilizado por el Banco hasta el 31 de marzo de 2003, se calculaba el valor neto de estos activos y pasivos derivados y se incluía en activos varios o bien en pasivos varios.
4. Las cifras de esta columna incluyen:
 - (a) el redondeo a la baja de la porción desembolsada de las acciones hasta 1 250 DEG por acción, resultante de la reducción hasta 5 000 DEG del valor nominal de cada una de las acciones del Banco, así como la transferencia del exceso resultante, por importe de 92,1 millones de DEG, desde el capital social hacia reservas. La suma de capital y reservas del Banco no se ve afectada por este ajuste.
 - (b) la transferencia del saldo de la cuenta de diferencias de valoración a reservas. A partir del 1 de abril de 2003, las diferencias cambiarias procedentes de la conversión de divisas se contabilizarán en la Cuenta de pérdidas y ganancias.
 - (c) la transferencia, desde reservas hacia la cuenta de nueva valoración del oro, de la diferencia entre el precio de mercado del oro propiedad

del Banco y su valor previo recogido en las cuentas denominadas en francos oro, que se basaba en un precio de 208 dólares de Estados Unidos por onza.

5. Las cifras de esta columna se refieren al ajuste introducido para reflejar la modificación del criterio contable aplicado a los activos y pasivos del Banco, desde el criterio basado en la fecha valor utilizado previamente hasta el nuevo criterio fundamentado en la fecha de operación.
6. Esta columna recoge las cifras finales del Balance de situación pro forma denominadas en DEG. A su vez, estas cifras son iguales a la suma de los importes incluidos en las columnas 2 a 5.

Conciliación de la Cuenta de pérdidas y ganancias pro forma (no auditada)

del ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2003
(en millones de Derechos Especiales de Giro)

Columna/notas	Cuenta de pérdidas y ganancias (FO)	Convertida a DEG	Nuevas valoraciones	Transferencias	Ajustes por fecha de operación	Cuenta de pérdidas y ganancias (DEG)
	1	2	3	4	5	6
Intereses netos y otros ingresos de explotación	352,1	497,9	66,0	–	(2,5)	561,4
A deducir: gastos de administración	(98,3)	(139,1)	–	–		(139,1)
Beneficio de explotación	253,8	358,8	66,0	–	(2,5)	422,3
Beneficio de la venta de valores de inversión	108,2	153,0	–	–	–	153,0
Beneficio neto del ejercicio financiero	362,0	511,8	66,0	–	(2,5)	575,3
Dividendos	(68,7)	(97,2)	–	–		(97,2)
Beneficio transferido a reservas	293,3	414,6	66,0	–	(2,5)	478,1

Notas a la conciliación de la Cuenta de pérdidas y ganancias pro forma

1. Las cifras de esta columna constituyen un extracto de la Cuenta de pérdidas y ganancias del ejercicio cerrado a 31 de marzo de 2003, denominada en francos oro y auditada.
2. Las cantidades de esta columna reflejan la conversión a DEG de las cifras denominadas en francos oro de la columna 1 al tipo de cambio vigente en la fecha del Balance de situación, es decir, 1 DEG = 0,7072146 FO (1 DEG = 1,3730456 dólares de Estados Unidos).
3. El ajuste de esta columna representa la modificación de los criterios contables aplicados a los beneficios netos no realizados de los activos, pasivos e instrumentos derivados incluidos en la cartera de negociación del Banco. A partir del 1 de abril de 2003, las variaciones de los precios de mercado de los activos, pasivos e instrumentos derivados incluidos en la cartera de negociación del Banco se contabilizarán en la Cuenta de pérdidas y ganancias.
4. No hay transferencias entre partidas de la Cuenta de pérdidas y ganancias.

5. Este ajuste representa el efecto que tienen sobre los beneficios la introducción del criterio contable basado en la fecha de operación y la nueva valoración de los activos a precio de mercado con base a la media entre los precios de compra y los precios de venta.
6. Esta columna recoge las cifras definitivas de la Cuenta de pérdidas y ganancias pro forma denominadas en DEG, que equivalen a la suma de los importes incluidos en las columnas 2 a 5.

Resumen quinquenal del Balance de situación

(en millones de francos oro)

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de	1999	2000	2001	2002	2003
Oro	3 878,7	3 505,8	3 521,1	3 209,9	3 299,6
Efectivo en caja y cuentas bancarias a la vista	8,3	11,4	20,3	3 292,3	3 041,5
Letras del Tesoro	7 314,0	7 853,9	4 597,8	9 588,1	14 027,3
Depósitos a plazo y anticipos en divisas	32 423,0	41 853,9	44 796,4	45 538,0	40 209,1
Títulos adquiridos con pacto de reventa	276,0	1 268,1	3 882,0	1 660,7	5 302,2
Títulos del Estado y otros valores a plazo	22 167,9	20 139,9	18 339,5	23 610,9	26 791,0
Terrenos, edificios y equipamiento	124,7	120,7	113,2	115,4	138,9
Activos varios	44,5	82,0	783,7	699,1	21,7
Total del activo	66 237,1	74 835,7	76 054,0	87 714,4	92 831,3
Capital desembolsado	323,2	330,7	330,7	330,7	330,7
Reservas (después de la distribución del beneficio neto del ejercicio)	4 305,0	4 526,6	4 731,3	4 947,2	5 240,5
Acciones propias	–	–	(384,0)	(384,0)	(522,7)
Cuenta de diferencias de valoración	268,0	198,4	56,2	24,1	303,9
Fondos propios	4 896,2	5 055,7	4 734,2	4 918,0	5 352,4
Depósitos					
<i>Oro</i>	3 192,6	2 820,2	2 842,3	2 531,4	2 638,4
<i>Divisas</i>	57 705,8	65 903,7	67 274,8	79 486,4	83 759,4
	60 898,4	68 723,9	70 117,1	82 017,8	86 397,8
Títulos vendidos con pacto de recompra	121,5	103,0	990,6	660,0	51,8
Pasivos varios	263,6	898,4	163,5	66,0	960,6
Dividendos	57,4	54,7	48,6	52,6	68,7
Total del pasivo	66 237,1	74 835,7	76 054,0	87 714,4	92 831,3

Las cifras correspondientes a los ejercicios financieros anteriores han sido ajustadas para reflejar las modificaciones de los criterios contables aplicados a las ventas de inversiones pertenecientes a fondos propios, a las provisiones y a los compromisos por prestaciones de jubilación.

Resumen quinquenal de la Cuenta de pérdidas y ganancias

(en millones de francos oro)

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de	1999	2000	2001	2002	2003
Intereses netos y otros ingresos de explotación	365,2	380,6	322,4	259,6	352,1
A deducir: gastos de administración					
<i>Consejo de Administración</i>	1,3	1,2	1,1	0,9	1,2
<i>Dirección y personal</i>	46,0	47,4	40,4	47,2	65,6
<i>Gastos de oficina y diversos</i>	18,6	19,4	21,6	19,9	22,0
Gastos de administración antes de la amortización	65,9	68,0	63,1	68,0	88,8
<i>Amortización</i>	6,0	7,6	8,1	8,8	9,5
	71,9	75,6	71,2	76,8	98,3
Beneficio de explotación	293,3	305,0	251,2	182,8	253,8
Beneficio de la venta de valores de inversión pertenecientes a fondos propios	124,1	(81,4)	2,1	85,7	108,2
Beneficio neto del ejercicio financiero	417,4	223,6	253,3	268,5	362,0
Dividendos	57,4	54,7	48,6	52,6	68,7
Beneficio transferido a reservas	360,0	168,9	204,7	215,9	293,3

Las cifras correspondientes a los ejercicios financieros anteriores han sido ajustadas para reflejar las modificaciones de los criterios contables aplicados a las ventas de inversiones pertenecientes a fondos propios, a las provisiones y a los compromisos por prestaciones de jubilación.

Consejo de Administración

Nout H. E. M. Wellink, Amsterdam
Presidente del Consejo de Administración,
Presidente del Banco

Lord Kingsdown, Londres
Vicepresidente

Vincenzo Desario, Roma
David Dodge, Ottawa
Antonio Fazio, Roma
Toshihiko Fukui, Tokio
Sir Edward George, Londres
Alan Greenspan, Washington
Hervé Hannoun, París
Lars Heikensten, Estocolmo
Guy Quaden, Bruselas
Jean-Pierre Roth, Zurich
Hans Tietmeyer, Fráncfort del Meno
Jean-Claude Trichet, París
Alfons Verplaetse, Bruselas
Ernst Welteke, Fráncfort del Meno

Suplentes

Bruno Bianchi o Vincenzo Pontolillo, Roma
Roger W Ferguson o Karen H Johnson, Washington
Peter Praet o Jan Smets, Bruselas
Jürgen Stark o Stefan Schönberg, Fráncfort del Meno
Marc-Olivier Strauss-Kahn o Michel Cardona, París
Paul Tucker o Paul Fisher, Londres

Subcomités del Consejo de Administración

Comité Consultivo
Comité de Auditoría
ambos presididos por Lord Kingsdown

Alta dirección del Banco

Malcolm D Knight	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	Consejero General, Director
Günter Pleines	Jefe Adjunto del Departamento Bancario
Peter Dittus	Secretario General Adjunto
Josef Tošovský	Presidente, Instituto para la Estabilidad Financiera

Bancos centrales miembros del BPI

Deutsche Bundesbank	Banco de la Reserva de la India
Saudi Arabian Monetary Agency	Central Bank and Financial Services Authority of Ireland
Banco Central de la República Argentina	Banco Central de Islandia
Banco de la Reserva de Australia	Banco de Italia
Banco Nacional de Austria	Banco de Japón
Banco Nacional de Bélgica	Banco de Letonia
Banco Central de Bosnia y Herzegovina	El Banco de Lituania
Banco Central de Brasil	Banco Nacional de la República de Macedonia
Banco Nacional de Bulgaria	Banco Central de Malasia
Banco de Canadá	Banco de México
The People's Bank of China	Banco Central de Noruega
Banco de Corea	Banco de los Países Bajos
Banco Nacional de Croacia	Banco Nacional de Polonia
Banco Nacional de Dinamarca	Banco de Portugal
Banco Nacional de Eslovaquia	Banco de Inglaterra
Banco de Eslovenia	Banco Nacional Checo
Banco de España	Banco Nacional de Rumania
Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal	Banco Central de la Federación Rusa
Banco de Estonia	Autoridad Monetaria de Singapur
Banco Central Europeo	Banco de la Reserva de Sudáfrica
Banco de Finlandia	Sveriges Riksbank
Banco de Francia	Banco Nacional de Suiza
Banco de Grecia	Banco de Tailandia
Hong Kong Monetary Authority	Banco Central de la República de Turquía
Banco Nacional de Hungría	Banco Nacional de Yugoslavia ¹

¹ Tras la enmienda constitucional de febrero de 2003, que convertía la República Federal de Yugoslavia en la Unión de Serbia y Montenegro y creaba dos bancos centrales, el estatus jurídico de la emisión yugoslava de capital del BPI está en proceso de examen.