

## 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 provisiones 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.