UNCTAD/TDR/15(Vol.II)
4 de agosto de 1995

ESPAÑOL
Original: INGLES

INFORME SOBRE EL COMERCIO Y EL DESARROLLO, 1995

Informe de la secretaría de la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo

El contenido del presente informe no podrá ser citado ni resumido por la prensa, radio o televisión antes de las 01.00 horas (hora media de Greenwich) del 11 de septiembre de 1995.

Por razones técnicas, y para que llegue lo más rápidamente posible a poder de los gobiernos, las versiones traducidas del presente informe se publican en los cuatro volúmenes siguientes:

UNCTAD/TDR/15		Prólogo
		Indice y siglas y abreviaturas
UNCTAD/TDR/15(Vol.I)	Primera parte	Tendencias generales
	Capítulo I	La economía mundial: resultados y perspectivas
	Capítulo II	Los mercados financieros internacionales y la deuda exterior de los países en desarrollo
UNCTAD/TDR/15(Vol.II)	Segunda parte	El replanteamiento de la política económica
	Capítulo I	La convergencia de crecimiento, inflación y desempleo en el Norte
	Capítulo II	La mano invisible, las corrientes de capital y el atascamiento de la recuperación en América Latina
	Capítulo III	El riesgo sistémico y los mercados de derivados: algunos aspectos

GE.95-52735 (S)

UNCTAD/TDR/15(Vol.III)	Tercera parte	El desempleo y la interdependencia
	Capítulo I	Introducción
	Capítulo II	El comercio, la tecnología y el desempleo
	Capítulo III	El mercado de trabajo, la formación de capital y la creación de empleo
	Capítulo IV	Las políticas de pleno empleo
	Anexo A	Un modelo de simulación del comercio entre el Norte y el Sur y su relación con el desempleo
	Anexo B	El desempleo en el sector de los servicios
	Anexo C	El desempleo encubierto en el Norte

Capítulo I

LA CONVERGENCIA DE CRECIMIENTO, INFLACION Y DESEMPLEO EN EL NORTE

Una característica importante de los ciclos económicos de los principales países industrializados a principios del decenio de 1990 fue su falta de sincronización. El Japón prosiguió una expansión relativamente rápida durante el período 1990-1991, y el efecto expansivo de la demanda resultante de la unificación alemana favoreció el crecimiento en Europa continental, pero el crecimiento se frenó en el Reino Unido y en los Estados Unidos y ambos países finalmente entraron en recesión. Posteriormente, tanto el Japón como Alemania experimentaron una brusca deceleración, en tanto que los Estados Unidos y el Reino Unido iniciaron una recuperación vigorosa.

La recuperación de la economía de los Estados Unidos y del Reino Unido siguió ganando impulso en 1994, en vez de estabilizarse como se esperaba al comenzar el año. La recesión prevista en Europa occidental continental resultó ser de muy corta duración; la tendencia descendente se invirtió a principios de 1994, es decir mucho antes y mucho más rápidamente de lo previsto. La convergencia de las tasas de crecimiento de los Estados Unidos y de Europa occidental fue acompañada de una convergencia hacia una tasa de inflación estable en torno al 3%. El Japón, por otra parte, siguió experimentando un crecimiento lento así como una menor inflación.

Las perspectivas actuales son de una uniformidad aún mayor en términos de crecimiento e inflación. Pero la convergencia apunta a una tasa de expansión que será insuficiente para permitir un crecimiento sostenido del empleo. Al mismo tiempo va acompañada de un nuevo período de inestabilidad en los tipos de cambio y en los mercados financieros así como de un recrudecimiento de las tensiones comerciales.

Esta experiencia contrasta claramente con la opinión de que una mayor convergencia de las políticas y resultados macroeconómicos generará una mayor estabilidad. También contradice la opinión de que si cada país "pone su casa en orden" se seguirá naturalmente un sistema ordenado de comercio y finanzas internacionales, independientemente de lo que hagan otros, pues este comportamiento es precisamente el que perturba el comercio y las finanzas internacionales.

En el presente capítulo se examina esta evolución. A las enseñanzas aprendidas de la experiencia sigue un análisis del desempleo crónico en los principales países industrializados para llegar a un conjunto de recomendaciones de política macroeconómica (que se detallan más adelante en el presente informe; véase tercera parte, cap. IV), destinadas a combatir el desempleo y la inestabilidad.

A. La demanda, el empleo y la inflación

1. El bajo empleo, los aumentos de renta y el consumo

Pese a haberse observado nuevamente en 1994 un comportamiento cíclico más sincronizado del crecimiento de la renta en las principales economías desarrolladas del mundo, las tasas de crecimiento variaron considerablemente; en los Estados Unidos y en el Reino Unido fueron de un 4% aproximadamente, es decir el doble de la tasa conseguida en Europa occidental continental (2,5%), en tanto que la tasa de crecimiento en el Japón fue solamente del 0,6%. Además, se han observado grandes disparidades en la creación de empleo. La reducción de desempleo se ha limitado a los Estados Unidos y al Reino Unido; la rápida reanudación del crecimiento en Europa occidental continental no ha logrado invertir la tendencia al alza de las tasas de desempleo iniciada a principios del decenio.

No obstante, incluso en los Estados Unidos y en el Reino Unido, el aumento del empleo no ha ido acompañado de un nivel de aumento de los salarios reales similar al de recuperaciones anteriores, en tanto que en otros países los salarios reales han permanecido estacionarios o incluso se han reducido. Por ejemplo, en los Estados Unidos, los salarios reales medios por hora en el sector empresarial durante el cuarto trimestre de 1994 aumentaron solamente en un 1,7% respecto al cuarto trimestre de 1993, y en el sector manufacturero acusaron una caída de más del 2%. En el Reino Unido, la renta familiar disponible en términos reales aumentó sólo algo más de un 1% respecto al año anterior.

Habida cuenta de la incertidumbre en cuanto al empleo y del lento crecimiento del poder adquisitivo real, los gastos de consumo han permanecido moderados, incluso en los países en que aumentó el empleo. En algunos países, el aumento de los gastos de consumo se debió a una tendencia a consumir más (es decir a una caída de la tasa de ahorro) así como a la reducción en la riqueza neta (es decir a un mayor endeudamiento de las familias). Por ejemplo, en Alemania e Italia, la tasa de ahorro de las familias ha registrado un nivel mínimo sin precedentes. Sin embargo, la caída de la tasa de ahorro no puede sostener el aumento del gasto de consumo a medio plazo.

La lenta y desigual recuperación del gasto de consumo, que explica la ligera recesión en los Estados Unidos a principios del decenio de 1990 (la denominada "doble caída") parece repetirse ahora en Europa. La debilidad de la demanda de los consumidores ha hecho que la inversión en nuevas fábricas y equipo se haya destinado a reestructuración y reorganización, con objeto de reforzar la competitividad en los mercados internacionales, más que a incrementar las ventas internas. En consecuencia, la inversión no ha dado lugar ni a una expansión apreciable de la capacidad de producción ni a un aumento del empleo. Las mejoras estructurales con el fin de hacer frente a la competencia extranjera han consistido en recortar los costos y aumentar la productividad a base de reducir los insumos de mano de obra y materias primas.

En el Japón, el bajo crecimiento de los salarios, combinado con un nivel sin precedentes de desempleo y una reducción en el precio de los bienes de equipo, ha dado lugar a un estancamiento del gasto de consumo pese a las desgravaciones en el impuesto sobre la renta y a la reducción de los precios al por menor. Aunque el gasto en bienes duraderos aumentó, en el año fiscal de 1994 el consumo total de los hogares se redujo en un 0,6%. Como consecuencia, las ventas al por menor se redujeron en la primera parte del segundo trimestre de 1995, y el sistema de empleo vitalicio se vio sometido a presiones cada vez mayores.

2. Las tensiones comerciales y la dependencia excesiva de las exportaciones

Las exportaciones han aportado una contribución importante a las recientes recuperaciones cíclicas. Aunque la vigorosa expansión de la economía de los Estados Unidos en 1994 sirvió de estímulo al comercio mundial, el aumento de la demanda de importaciones en los países en desarrollo también fue un importante elemento de la recuperación en los países industrializados impulsada por las exportaciones. La mayoría de los países de Europa occidental registran actualmente excedentes comerciales, y en la Unión Europea (UE) en su conjunto, se registró un superávit de cuenta corriente tanto en 1993 como en 1994. Incluso en el Reino Unido, que había padecido déficit comerciales crónicos durante el decenio de 1980, se registró una notable mejora, aunque ello puede haberse debido más a cambios en las corrientes de ingresos de los factores que a una mejora de la balanza comercial en bienes distintos del petróleo y de servicios. Los déficit de cuenta corriente de Alemania, España y el Reino Unido representan el 1% aproximadamente de su PIB, en tanto que en los Estados Unidos el déficit representa aproximadamente el doble de ese porcentaje. Sólo en este último país, gracias a su recuperación relativamente más rápida, se ha registrado una deterioración de la balanza de pagos (véase cuadro 15).

El déficit de los Estados Unidos, que se estabilizó en torno a los 13.000 millones de dólares al mes en la segunda mitad de 1994, en que el crecimiento anual de la economía fue tres puntos porcentuales más elevado que en la mayoría de otros países industrializados importantes, es probable que disminuya en 1995, en la medida que el crecimiento acuse una deceleración (a menos que esta deceleración sea aún mayor en otros países). El déficit no varió apreciablemente en el primer trimestre, a pesar de haberse reducido las exportaciones a América Latina. Esto se debió en parte al incremento del excedente de la balanza comercial con las nuevas economías industrializadas (NEI) de Asia en febrero y marzo. Gracias a un crecimiento del 9% de las exportaciones en 1994, que superó el crecimiento del comercio mundial, y que en el cuarto trimestre de ese año fue de más del 20% anual, frente a un crecimiento de las importaciones de solamente un 13%, es probable que la balanza de pagos en Estados Unidos mejore a medida que se reduzcan las importaciones en 1995.

Cuadro 15

Balanza de pagos por cuenta corriente y balanza presupuestaria de ciertos países de la OCDE

(En porcentaje del PIB)

País	Balanza por cuenta corriente					Saldo del presupuesto interno a/				
	1990	1991	1992	1993	1994	1990	1991	1992	1993	1994
Estados Unidos	-1,7	-0,1	-1,1	-1,6	-2,3	-2,5	-3,2	-4,3	-3,4	-2,0
Japón	1,2	2,2	3,2	3,1	3,0	2,9	3,0	1,8	-0,2	-2,0
Unión Europea	-0,4	-1,0	-0,9	0,2	0,2	-4,1	-4,6	-5,3	-6,4	-6,0
Alemania	3,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,2	-2,0	-3,3	-2,9	-3,3	-2,7
Francia	-1,3	-0,6	0,3	0,8	0,7	-1,6	-2,2	-3,9	-5,8	-5,7
Italia	-1,6	-2,1	-2,3	1,2	1,6	-10,9	-10,2	-9,5	-9,6	-9,7
Reino Unido	-3,4	-1,3	-1,8	-1,7	-0,9	-1,2	-2,7	-6,2	-7,7	-6,8
España	-3,4	-3,2	-3,2	-1,1	-1,0	-4,1	-4,9	-4,2	-7,5	-6,8

Fuente: OCDE, Economic Outlook, diciembre de 1994 (anexo, cuadros 29 y 50).

Nota: Un signo menos (-) indica un déficit.

a/ Saldo financiero general del Gobierno. Los totales correspondientes a la Unión Europea son estimaciones de la secretaría de la UNCTAD utilizando ponderaciones PIB de la OCDE (pág. A2 de la fuente).

La importante devaluación monetaria en Italia, el Reino Unido y España a raíz de la crisis del SME en septiembre de 1992, juntamente con la persistente debilidad del dólar, han contribuido también a mejorar el resultado de las exportaciones en estos países. Pese a la apreciación de su moneda, Alemania también aumentó las exportaciones, aproximadamente en proporción al crecimiento del comercio mundial, primeramente a Extremo Oriente y después a Europa, en tanto que las ventas a los Estados Unidos disminuyeron.

Unicamente el Japón sigue experimentando desequilibrios que se traducen en excedentes, al parecer cada vez mayores. Aunque recientemente se han observado algunos ajustes en términos de volumen (las importaciones han aumentado con una rapidez tres veces mayor que las exportaciones), en términos de dólares corrientes apenas ha habido corrección, en particular por lo que respecta a la balanza bilateral con los Estados Unidos. También en este caso, parte de la explicación se encuentra en la fuerte apreciación del yen, que ha hecho que el valor en dólares de las exportaciones del Japón aumentase pese a haberse reducido en volumen, y que el valor de sus importaciones se redujese a pesar de haber aumentado en volumen. No obstante, en el último semestre de 1994, se registró un aumento en volumen de las exportaciones a los Estados Unidos. En general, toda vez que las

importaciones crecen diez veces más rápidamente que las exportaciones, la contribución neta de la balanza exterior al crecimiento del Japón es negativa.

Con excepción del comercio entre el Japón y los Estados Unidos, han desaparecido los principales desequilibrios de cuenta corriente del decenio de 1980. No obstante, persisten fricciones comerciales similares a las de ese decenio. Esto se debe a que la mejora de la balanza comercial, en términos absolutos o relativos, ha ido acompañada de cambios importantes en las tasas de cambio reales y, como consecuencia, de fuertes variaciones en la competitividad internacional, lo que ha perjudicado a los productores de los países cuya moneda se ha apreciado, y ha evocado memorias de las devaluaciones competitivas del período entre guerras. Las tensiones son elevadas y no sólo en el marco de las negociaciones entre el Japón y los Estados Unidos. En Francia y Alemania, por ejemplo, se ha sugerido que los productores de España, el Reino Unido e Italia se benefician injustamente de las importantes fluctuaciones de los tipos de cambio registradas en los dos últimos años.

Los funcionarios de los gobiernos y de los bancos centrales europeos también han argumentado recientemente que la debilidad del dólar se debió a una política presupuestaria negligente de los Estados Unidos, pese al hecho de que el déficit presupuestario del Gobierno de los Estados Unidos, que representó un 2,0% aproximadamente del PIB en 1994 y será del 1,8% según las previsiones en 1995, fue el más bajo entre los principales países desarrollados, incluida Alemania (véase cuadro 15). En realidad, las estimaciones actuales parecen apuntar a un déficit presupuestario aún menor en los Estados Unidos. Por consiguiente, la preocupación por la dificultad de controlar unos desequilibrios importantes en las balanzas comerciales y de pagos que dominó los debates sobre coordinación de políticas en el decenio de 1980 ha sido sustituida por tensiones relacionadas con la magnitud de los ajustes monetarios y los cambios en la competitividad relativa que hubo que introducir para eliminar estos desequilibrios en el decenio de 1990.

3. El comportamiento desigual de las inversiones

En los Estados Unidos, el estancamiento económico de 1990 1/ dio lugar a un período de reestructuración industrial. Desde entonces, la inversión ha aumentado rápidamente, a razón de más del 12% al año en 1993 y 1994. Los gastos en fábricas y equipo nuevos aumentaron casi un 20% al año durante el primer trimestre de 1995. Esta recuperación, impulsada por las inversiones, ha permitido mejorar considerablemente la productividad y la competitividad internacional, en particular en el sector manufacturero, donde los Estados Unidos habían perdido su excedente comercial estructural a principios del decenio de 1980. Los salarios por hora en el sector manufacturero aumentaron solamente un 2,8% en 1994, en tanto que la productividad aumentó un 4,9%, lo que se tradujo en una caída de los costos laborales unitarios del 2%. En el sector empresarial no financiero en su conjunto, los ingresos reales por hora han seguido prácticamente invariables, en tanto que la productividad ha aumentado en proporciones que no se conocían desde el decenio de 1960 (véase el cuadro 16).

Cuadro 16

Variaciones anuales de la productividad y otras variables conexas en las empresas no financieras estadounidenses, 1985-1994

(En porcentaje)

Criterio	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Productividad	1,0	2,6	1,7	1,9	-1,6	1,1	2,0	3,0	3,0	2,6
Remuneración real por hora	0,5	2,8	-0,5	0,0	-1,3	-0,1	0,6	1,6	0,0	-0,1
Costes laborales unitarios	3,1	2,0	1,4	2,2	5,1	4,1	2,7	1,6	0,0	-0,2
Costes totales unitarios	2,5	2,1	1,0	2,6	5,4	3,8	3,0	0,5	-0,5	-0,1
Beneficios unitarios	-0,2	-10,8	14,7	6,6	-8,2	-0,6	-1,7	7,6	14,0	12,2
Deflactor implícito de los precios	2,3	0,8	2,2	3,0	4,1	3,4	2,6	1,1	0,8	1,1

Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD basados en datos de la Oficina de Estadísticas de Trabajo de los Estados Unidos.

En los Estados Unidos, el incremento de los gastos de inversión, al aumentar la capacidad de producción, se ha reflejado tanto en una reducción de la inflación interna como en un aumento de la competitividad internacional y de las exportaciones. La continua debilidad del dólar ha servido para reforzar este proceso, aunque la devaluación del peso mexicano y la caída del dólar canadiense provocaron una ligera apreciación en el tipo de cambio efectivo real del dólar a comienzos de 1995.

El aumento de las inversiones, que inicialmente se había concentrado en el sector de computadoras y electrónica, tuvo escasas consecuencias sobre la capacidad en 1992 y 1993. Sin embargo, en 1994 la capacidad aumentó a razón de un 3% aproximadamente al año, y ha habido momentos durante 1995 en que este aumento fue superior al 4%. Las inversiones han vuelto a canalizarse hacia las esferas más tradicionales de construcción de fábricas y empresas, lo que tiende a confirmar que el objetivo tal vez sea finalmente renunciar a la reestructuración y a la reducción de la mano de obra en favor de un aumento de la capacidad de producción.

En Europa, según se ha indicado ya, la recuperación no ha generado un aumento continuo de la inversión destinada a ampliar la capacidad. En el Reino Unido, las inversiones en el sector manufacturero se redujeron un 5,3% en términos reales en 1993 y aumentaron en un 2,3% en 1994, movimiento que se aceleró en la segunda mitad del año. La debilidad de las inversiones durante la recuperación actual en el Reino Unido plantea un grave dilema de política. Un 60% de las empresas manufactureras comunican que ya trabajan a plena capacidad, y el promedio de utilización de la capacidad es aproximadamente el mismo que se registraba en 1989. Aunque la productividad en el sector manufacturero aumentó considerablemente en 1993 y 1994, esto se debió primordialmente a factores cíclicos, más que a un auge de las inversiones. Por consiguiente, a menos que se cree nueva capacidad, tal vez resulte

difícil mantener la expansión de la producción. El aumento de las exportaciones necesarias para mejorar la balanza comercial han provocado así una expansión que se ve limitada por la capacidad actual y que, a juicio del Banco de Inglaterra, es demasiado rápida para garantizar la estabilidad de los precios. El dilema se ha agudizado aún más por el hecho de que la libra esterlina ha tendido a seguir las fluctuaciones del dólar; esto ha provocado una depreciación efectiva del 5% aproximadamente en el primer trimestre de 1995 y ha suscitado el temor de que se agrave la inflación, por lo que se han hecho llamamientos en favor de un aumento de los tipos de interés.

Al Gobierno le resulta difícil reducir la demanda total frenando el consumo más que la inversión. Como los gastos de consumo apenas aumentaron algo más del 2,5% en 1993 y 1994 y los ingresos reales aumentaron menos del 1,5%, hay escaso margen para incrementar la presión fiscal a fin de limitar el consumo. En consecuencia, se está aplicando una política monetaria restrictiva destinada reducir la demanda precisamente en un momento en que debería aumentar la inversión a fin de ampliar la capacidad e incrementar la productividad para que pueda continuar la expansión. Si se adopta una política monetaria excesivamente restrictiva para tratar de invertir el modesto aumento de la inflación registrado en 1995 y mantener la tasa de inflación en la mitad inferior de la banda prevista, del 1 al 4%, se corre el riesgo de poner fin a la necesaria expansión de las inversiones.

En consecuencia, aunque el Reino Unido figura junto con los Estados Unidos a la cabeza de la recuperación de la producción y el empleo, la función de los diferentes componentes de la demanda es totalmente diferente; en el Reino Unido, el papel principal ha correspondido a las exportaciones y en los Estados Unidos a la inversión. Para que continúe la expansión y lograr una reducción permanente en los niveles de desempleo estructural, será preciso que se inviertan estos papeles relativos en ambos países. Un sondeo sobre las intenciones de inversión llevado a cabo en abril de 1995 por la Confederación de Industrias Británicas indica que el 13% de las empresas manufactureras tiene intención de aumentar el gasto en fábricas y equipo durante el próximo año; esto constituiría una fuerte desviación de la pauta registrada en el pasado. Prácticamente todos los períodos de expansión de la posguerra terminaron con un auge del consumo, lo que condujo a una espiral de salarios y precios, a un desequilibrio creciente de la balanza de pagos y a una crisis de la libra esterlina, seguida de una política monetaria restrictiva y un recorte del gasto público.

Según se examina en el Informe sobre el Comercio y el Desarrollo, 1994, la economía japonesa todavía está tratando de superar el excesivo optimismo inversionista que acompañó el auge inmobiliario y bursátil a fines del decenio de 1990. La deceleración a comienzos del decenio de 1990 no sólo provocó una deflación de los precios de los activos sino que también hizo innecesaria gran parte de la inversión. El resultado fue un período de tres años de estancamiento de la inversión, que sólo se invirtió en la segunda mitad de 1994. El índice de utilización de la capacidad aumentó en 1994, pero sigue estando muy por debajo del umbral de rentabilidad y del nivel a que es posible que se reactive la inversión.

Los problemas estructurales han provocado el reciente aumento del yen, lo que a su vez ha agravado estos problemas. Precisamente cuando la economía empezaba a adaptarse a una paridad de 100 yen al dólar, otro fuerte aumento del yen que llegó a cotizarse a menos de 80 yen por dólar, ha ensombrecido las perspectivas de la mayoría de los planes de inversión. Es probable que el gasto de inversión permanezca estacionario en 1995, y el efecto de la fortaleza del yen ha sido aún más pronunciado para las pequeñas y medianas empresas. Gran parte de las inversiones japonesas siguen realizándose en forma de inversión extranjera directa, que aumentó en un 10% aproximadamente en 1994. Estas inversiones siguen dirigiéndose al Asia oriental y sudoriental, a medida que la producción se traslada a países con bajos costos de mano de obra y monedas vinculadas al dólar de los EE.UU.

Esta reubicación de la producción ofrece una solución a corto plazo a las empresas japonesas que se enfrentan con una caída de los beneficios y una pérdida de su participación en los mercados internacionales. Pero al mismo tiempo, agrava las dificultades de la economía japonesa, ya que reduce las oportunidades de empleo interno. Según se predecía en el Informe sobre el comercio y el desarrollo del año último, el desempleo ha roto ya la barrera tradicional del 3%, y el Gobierno parece impotente para frenar esta tendencia. A medida en que las empresas continúan transfiriendo la producción fuera del Japón resulta cada vez más difícil mantener el empleo. Las posibilidades de reasignar a los trabajadores dentro de la estructura de la empresa disminuyen al reducirse la producción interna. Eventualmente, será inevitable el despido de trabajadores, como ha ocurrido en otras muchas economías desarrolladas, a menos que puedan superarse los problemas de la demanda, problemas que en el Japón son estructurales, no cíclicos; como se sugería el año pasado, es posible que el desempleo aumente hasta un 5-6% en un futuro próximo.

El dilema con que se enfrenta el Japón es, por lo tanto, bastante diferente del que se plantea en el Reino Unido. La economía japonesa depende menos de las exportaciones y de la inversión y más del consumo interno para estimular la inversión interna. Tradicionalmente, ha sido el consumo el que se ha adaptado pasivamente al nivel de inversión necesario para mantener el crecimiento de los mercados de exportación. La respuesta de la mayor parte de las grandes empresas, consistente en desplazar la inversión y la producción fuera del Japón, hace que este ajuste resulte más difícil al reducir los ingresos reales de los consumidores y minar su confianza. En vez de producir un auge del consumo, la deflación de la deuda se transmite al sector de las ventas al por menor, en el que las reducciones de precios son generalizadas. Sin embargo, el efecto de riqueza (Pigou) producido por la caída de los precios no ha sido lo suficientemente fuerte para compensar la influencia negativa de un desempleo cada vez mayor. Así pues, la economía japonesa se encuentra bloqueada en una situación en que ni el consumo interno ni la demanda exterior apoyan la expansión y estimulan la inversión interna.

En 1994, Alemania inició un proceso de reestructuración industrial. Las empresas manufactureras han reducido el empleo en más de un 15% desde los niveles máximos alcanzados en la primavera de 1991. Como resultado de las negociaciones salariales de 1993-1994, los salarios y los sueldos aumentaron solamente un 1,5% en la antigua República Federal, lo que provocó una fuerte

reducción de los costos laborales unitarios. Las inversiones destinadas a ampliar la capacidad de producción comenzaron a sustituir a la construcción inmobiliaria, y la inversión total aumentó en un 5% en 1994. Sin embargo, esta mayor competitividad y el consiguiente aumento de beneficios de las empresas se han visto contrarrestados en gran parte por la apreciación del marco alemán y los aumentos salariales convenidos para el año actual. La economía alemana sigue así la trayectoria de los Estados Unidos: se procede a una reestructuración industrial para aumentar los beneficios y la productividad, pero sin asegurar la estabilidad de los salarios. Al mismo tiempo, se enfrenta con dificultades similares a las provocadas en el Japón por la sobrevaloración de su moneda. Así pues, se ha producido un aumento de las inversiones en el extranjero, en particular en los países vecinos de Europa oriental. En consecuencia, la recuperación de las inversiones apenas contribuye a la solución del problema de desempleo y, en realidad, es posible que lo agrave a corto plazo.

Además, la fuerte subida reciente del valor real del marco alemán ha provocado dificultades especiales a las pequeñas y medianas empresas, cuyas exportaciones representan el punto fuerte de la economía. Lo que importa a este respecto no es tanto la apreciación del marco frente al dólar cuanto su apreciación con respecto a las monedas de otros asociados comerciales europeos de Alemania y respecto de las economías asiáticas cuyas monedas están vinculadas al dólar. La reciente decisión del Bundesbank de iniciar una reducción de los tipos de interés ha estado motivada claramente por una preocupación de competitividad de la industria alemana; la inflación interna sigue siendo superior al objetivo del Banco.

Francia ha seguido con asiduidad una política de convergencia, en particular con respecto a Alemania. La política monetaria restrictiva adoptada para mantener un franco fuerte ha debilitado las inversiones distintas de las destinadas a vivienda, que sólo aumentaron en un 0,5% en 1994. Aunque durante el último año el crecimiento fue más rápido y la inflación menor que en Alemania, gran parte de la expansión se debió a incentivos a los consumidores. Sin embargo, los efectos de estos incentivos se habían disipado a fines de año y, en todo caso, fueron insuficientes para generar inversión en nueva capacidad de producción.

El Gobierno nombrado a raíz de las elecciones presidenciales de mayo de 1995 ha anunciado que hará del aumento del empleo su principal objetivo. Sin embargo, esto ha provocado grandes temores en los mercados financieros de que aumenten los déficit presupuestarios y de que el Gobierno tenga que abandonar la política de un franco fuerte. Estos temores han hecho que aumenten los tipos de interés en el mercado, lo que disuade la inversión necesaria para aumentar el empleo. Además, un fuerte aumento de las inversiones en Francia únicamente, podría fácilmente originar problemas de balanza de pagos. Los países que han resuelto parcialmente este problema, como el Reino Unido e Italia, sólo lo han conseguido abandonando la paridad de sus monedas con el marco alemán; incluso así, el Reino Unido no ha sido capaz de aumentar la inversión, ni Italia de resolver el problema del desempleo.

4. La expansión sin inflación

La recuperación actual se distingue por el hecho de que aunque las tasas de utilización de la capacidad han alcanzado máximos históricos en la mayoría de los países y la expansión generalizada ha permitido un repunte de los precios de los productos básicos desde los mínimos históricos registrados a comienzos del decenio, las tasas de inflación han seguido reduciéndose en la mayoría de las economías desarrolladas, hasta menos del 3% en 1994.

En el Japón, la inflación ha sido sustituida por un "desmoronamiento de los precios" (kakau hakai), ya que la caída de la demanda interna provocó una rebaja generalizada de los precios al por menor. Los precios eran un 0,2% más bajos en abril de 1995 que un año antes. En los países en que las tasas de inflación en el pasado habían sido en general relativamente elevadas, como el Reino Unido, esta tasa se redujo en 1994 a un 2% aproximadamente (tasa que se había registrado por última vez hace casi 30 años), en tanto que en los Estados Unidos ha sido inferior al 3% desde 1992 a medida que se iniciaba la recuperación. Incluso en países que llevaron a cabo importantes depreciaciones de la moneda en 1992 y 1993, como España e Italia, las tasas de inflación se han reducido.

Esta combinación de aumento de las tasas de crecimiento y reducción de la inflación puede explicarse por diversos factores: el efecto combinado del aumento de la competitividad mundial, que ha provocado una mayor competencia en los mercados internos de productos; el débil crecimiento de los salarios y de los ingresos familiares, que ha mantenido baja la demanda interna; y la reestructuración industrial, que ha permitido una fuerte recuperación de la productividad laboral y una caída de los costos laborales unitarios. Así, pese a la debilidad de la demanda y a la escasa inflación, los beneficios han aumentado, proporcionando a la vez un incentivo y los recursos necesarios para financiar una reestructuración de la producción.

En los Estados Unidos, este proceso continuó durante casi tres años antes de que empezara a reflejarse en un aumento neto del empleo, en tanto que en el Reino Unido el impacto de la recuperación sobre el empleo ha sido más inmediato. En otros países de la UE, el hecho de que la recuperación se produjese tan rápidamente tras una fase de recesión debería haber supuesto sólo un aumento mínimo del desempleo, pero en realidad los recortes de plantilla continuaron durante las fases iniciales de la recuperación. La Comisión Europea ha calculado que si el crecimiento del PIB es de un 3-3,5% a mediano plazo y el aumento de la productividad laboral alcanza el 2% experimentado en 1974-1994, el empleo en la UE crecerá en un 1-1,5% al año, cifra sólo ligeramente superior a la tasa de aumento de la población activa 2/. La tasa de crecimiento supuesta es mayor que la tasa experimentada en la recuperación, en tanto que el crecimiento de productividad supuesto es menor, sobre todo en el sector manufacturero, lo que parece indicar que, para reducir el empleo, el crecimiento tendrá que ser mucho mayor.

Esta combinación de crecimiento acelerado del PIB y aumento de las tasas de desempleo en Europa continuó en 1995, pese a la preocupación creciente de que la insuficiencia de capacidad y el aumento de la demanda mundial de materias primas y productos básicos provocase un retorno a las condiciones inflacionarias del decenio de 1970.

B. La política monetaria

1. El endurecimiento de la política monetaria restrictiva para evitar las presiones inflacionarias

Habida cuenta de la dificultad de utilizar la política fiscal y del diferente comportamiento cíclico de los Estados Unidos y el Reino Unido, por una parte, y de las economías de Europa occidental continental por otra, la utilización de la política monetaria como instrumento para alcanzar los objetivos nacionales de política ha impedido una posible coordinación a nivel internacional. Tras una expansión de la economía de casi un 6% anual durante el último trimestre de 1993, la Reserva Federal de los Estados Unidos tomó medidas para evitar posibles presiones inflacionarias, aumentando la tasa de interés de los fondos federales en un cuarto de punto porcentual en febrero de 1994. Le preocupaba que si continuaba la expansión a ese ritmo, la economía encontrase pronto un límite a su capacidad de producción y que la presión de una demanda excesiva pudiera provocar una espiral de precios y salarios. El reducido aumento inicial de la tasa de interés se debió al temor de que, dadas las expectativas de unas tasas estables, cualquier inversión de política pudiera crear turbulencias en los mercados. La serie de pequeños ajustes de los tipos distribuidos durante un cierto período de tiempo, tenía por objeto ofrecer a los titulares de empréstitos tiempo suficiente para ajustar sus posiciones a las nuevas condiciones de alza de los tipos de interés.

Retrospectivamente, parece ser que lo importante no era la cuantía del ajuste, sino la incertidumbre creada por el hecho de que la Reserva Federal hubiese invertido su política sin revelar ningún objetivo que permitiera a los mercados evaluar el éxito de su política restrictiva. En ausencia de cualquier indicio claro de inflación, y toda vez que los aumentos de los salarios eran inferiores al aumento de los precios, los mercados no tenían forma de apreciar el éxito actual o de prever la política futura. Un año más tarde, después de siete subidas sucesivas, la tasa de los fondos federales había aumentado hasta un 6,0% (desde un 3,0%) y la tasa de redescuento había aumentado cuatro veces, pasando de 3,0% a 5,25%.

Aunque la Reserva Federal sugirió que había esperado que el mercado de obligaciones interpretase su inversión de política como una tentativa de limitar la amenaza de una inflación futura, y reducir por lo tanto la prima a la inflación al disminuir los tipos de interés a largo plazo, parece evidente que los mercados no compartían estas expectativas inflacionarias. A decir verdad, la reacción pesimista ante la inversión de política en febrero de 1994 provocó una brusca caída del precio de las obligaciones; el costo creciente de invertir en títulos, debido al aumento de los tipos de interés a corto plazo, unido a la repentina preocupación de que tal vez los mercados no hubiesen sabido interpretar los signos de inflación que la Reserva Federal ya

había observado, hizo que las expectativas coincidiesen en la idea que los tipos de interés seguirían aumentando y los precios de las obligaciones disminuyendo durante un futuro previsible.

El resultado fue no sólo unas pérdidas importantes para los particulares e instituciones financieras, sino también un incremento del déficit público para ese año, ya que el costo de los intereses aumentó más del 0,3% del PIB 3/ en el preciso momento en que el Gobierno parecía finalmente haber conseguido invertir la tendencia imparable al alza de la relación entre el déficit presupuestario y el PIB iniciada con la Administración de Reagan. Paradójicamente, la Reserva Federal había planteado la reducción del déficit como una de las condiciones para adoptar una política monetaria menos restrictiva a fin de facilitar la recuperación cuando el nuevo Gobierno asumiese el poder en 1992.

Este impacto negativo sobre el déficit se agravó aún más debido a la decisión de la Administración de reducir el costo de los intereses, concentrando a tal efecto sus empréstitos en obligaciones con corto plazo de vencimiento. Así, el Gobierno en vez de contraer préstamos a largo plazo a menos de un 6%, en 1993 contrajo préstamos a corto plazo al 4%, pero al cabo de un año los tipos de interés a plazo medio habían aumentado al 7%. Toda vez que los mercados financieros generalmente consideran cualquier aumento del déficit público como inflacionario, este aumento de los tipos de interés no hizo más que reforzar la impresión que había dado la Reserva Federal de que la inflación era inminente, por lo que debía añadirse a los tipos de interés una prima de inflación.

Las condiciones del mercado no se estabilizaron hasta la primavera de 1995 en que las señales evidentes de una deceleración económica y la ausencia de todo indicio de repunte de la inflación reforzaron la creencia de que el aumento en los tipos de interés había llegado a su fin. La caída de la tasa anual de crecimiento hasta un 2,7% en el primer trimestre de 1995 (desde un 5,1% durante el trimestre anterior) parecía indicar que la tasa había descendido hasta el nivel que la Reserva Federal consideraba como el potencial de crecimiento sostenible de la economía. En su declaración al Congreso en febrero, el Presidente de la Junta de Gobernadores había sugerido ya que el período de aumento de los tipos de interés estaba llegando a su fin. Tan pronto como los mercados se dieron cuenta de que era probable que los tipos de interés permaneciesen estables, se produjo una recuperación del mercado de obligaciones lo que hizo que el precio de las obligaciones descendiese y el de las acciones aumentase a niveles sin precedentes. El hecho de que esto ocurriese en un momento en que la tasa de inflación comenzaba a remontar por encima del 3% parece indicar que el aumento en los tipos de interés a largo plazo en 1994 se debió más a la incertidumbre creada por el cambio de política de la Reserva Federal que al temor de que aumentase la inflación o al impacto negativo sobre la economía de un déficit presupuestario más elevado. Al resultar evidente que se había invertido la tendencia al crecimiento en el empleo y que la economía acusaría una nueva deceleración en el segundo trimestre, cundió el temor de caer en un nuevo período de recesión. A fines de mayo de 1995, los tipos de interés de las obligaciones con un plazo de vencimiento de hasta 10 años eran inferiores al tipo de interés de los fondos federales, y el rendimiento de las obligaciones

a 30 años también había bajado. Algunos de los principales bancos habían reducido sus tipos preferenciales de interés, lo que reflejaba la convicción de que la política oficial era demasiado restrictiva.

El Reino Unido siguió finalmente el ejemplo de los Estados Unidos y entre septiembre y febrero de 1995 aumentó la tasa de redescuento, aunque la inflación había seguido descendiendo en 1994 y durante el primer trimestre de 1995. En vez de responder a las condiciones monetarias internas, los tipos de interés a largo plazo en el Reino Unido parecían seguir la tendencia alcista de los Estados Unidos. En consecuencia, las condiciones de financiación de las nuevas inversiones necesarias para sostener la recuperación resultaban más onerosas. Con unos tipos de interés a largo plazo superiores al 8% durante la mayor parte de 1994 y una inflación inferior al 2%, el costo real de los empréstitos para las empresas es muy superior al 6%.

En contrate con la situación en los Estados Unidos, donde sólo se han aducido pruebas de un aumento de la presión inflacionaria basadas en impresiones y casos aislados para justificar una política monetaria restrictiva, en el Reino Unido el Gobernador del Banco de Inglaterra manifestó que en el otoño de 1994 había pruebas evidentes de una presión sobre los precios, citando como ejemplo los precios de los productos básicos y las limitaciones de capacidad en sectores de materiales básicos. No obstante, los precios de los productos básicos se han venido reduciendo desde principios de año, y el Banco Mundial ha pronosticado recientemente que los precios de los minerales y los metales serán inferiores a los de 1990, en tanto que se espera que para 1998 los precios en términos reales de los productos agrícolas y de los productos básicos distintos del petróleo vuelvan a sus niveles de 1990 y que permanezcan a ese nivel hasta el año 2004 4/. Más recientemente, el Banco de Inglaterra ha vuelto a defender enérgicamente un nuevo aumento de los tipos de interés a fin de prevenir la inflación que podría resultar, a su juicio, de una depreciación de la libra esterlina. Sin embargo, la tasa anual de inflación, sin tener en cuenta el efecto de las medidas fiscales oficiales, fue inferior al 3% durante el primer trimestre.

2. La transmisión internacional de los efectos de la política monetaria

En 1994 existía la creencia general de que los tipos de interés se desvincularían de los aumentos que se registraban en los Estados Unidos y en el Reino Unido para frenar su vigorosa recuperación, a fin de permitir una bajada de los tipos en el resto del mundo, que todavía luchaba por recuperarse. Sin embargo esta esperanza se vio decepcionada. La integración del mercado internacional de capitales significó que el hundimiento del mercado de obligaciones en los Estados Unidos se transmitió pronto al resto del mundo, y al comprenderse en el otoño que las economías europeas comenzaban a salir de la recesión, las tasas mundiales de interés siguieron la tendencia alcista de los Estados Unidos. Habida cuenta de las tasas de inflación relativamente bajas en estos países, los tipos reales de interés volvieron rápidamente a los altísimos niveles registrados con anterioridad a la recesión en la mayoría de los países, incluso antes de que la recuperación se hubiese afianzado.

En Alemania, la bajada de los tipos oficiales de interés iniciada en septiembre de 1992 prosiguió durante 1994 y 1995, reduciéndose tanto el tipo de redescuento como el tipo Lombard. El Bundesbank se enfrentó con unas condiciones especialmente difíciles durante la recesión, y el M3 aumentó hasta un 10% por encima de la cifra máxima fijada como objetivo a comienzos de 1994. Todos estos factores provocaron una expectativa de aumento de los tipos de interés, a pesar del estancamiento económico interno. No obstante, los tipos oficiales se redujeron gradualmente y la inflación descendió a un nivel de 2-2,5%. Sin embargo, los efectos de las medidas adoptadas por la Reserva Federal se extendieron rápidamente a los mercados alemanes de capital; a pesar de continuar bajando los tipos de interés a corto plazo, los tipos a largo plazo, después de caer hasta un 5,5% en enero de 1994, invirtieron la tendencia en febrero y en octubre habían aumentado 2 puntos porcentuales, lo que se reflejó en una curva de rendimiento de fuerte inclinación. Como resultado de la recuperación en las tendencias del mercado en los Estados Unidos, los tipos de interés alemanes iniciaron un nuevo descenso, y en el segundo trimestre de 1995 habían perdido un punto porcentual completo. El crecimiento de la masa monetaria se redujo también con tal rapidez a principios de 1995 que el M3 cayó por debajo de la banda fijada como objetivo, lo que permitió al Bundesbank reducir de nuevo sus tipos de interés en marzo.

Toda vez que Francia ha seguido mantenido al franco dentro de la antigua banda "estrecha" de paridades en relación con el marco alemán, la política de Francia en materia de tipos de interés, al igual que la de los bancos centrales de los Países Bajos, Austria y Bélgica, que también vinculan estrechamente sus monedas al marco alemán, se ha venido decidiendo en función de las decisiones adoptadas por el Bundesbank. En consecuencia, sus tipos a corto plazo siguen aproximadamente los movimientos de los tipos alemanes, más un pequeño margen de riesgo (que en la actualidad, en el caso del guilder, puede ser a veces negativo), en tanto que los tipos de interés a largo plazo siguen, a través de los tipos alemanes, los movimientos de los Estados Unidos. Así pues, el mecanismo de tipos de cambio (MTC) ha sido uno de los instrumentos para transmitir los tipos de los Estados Unidos a los países de Europa occidental continental, a pesar de haberse reducido su crecimiento en 1994. Este es uno de los principales factores que han impedido una recuperación enérgica en estos países similar a la registrada en los Estados Unidos y en el Reino Unido. Con excepción de Francia, su tasa de inflación ha sido ligeramente más elevada que en estos dos países, en tanto que ahora corren el riesgo de que la recuperación llegue a su fin antes de que se haya logrado una mejora apreciable en la situación de empleo. Puesto que en todos estos países el endeudamiento público es considerable, también ha aumentado la carga neta de los intereses, lo que ha limitado las posibilidades de adoptar medidas fiscales al frenarse el crecimiento.

Italia y España representan las principales excepciones al dominio de la política alemana de tipos de interés, puesto que ambos han roto sus vínculos con el marco alemán. Italia abandonó el MTC, en tanto que España recurrió, por una parte a ampliar hasta un 15% la banda de fluctuación, y por otra a realinear periódicamente la paridad de su moneda con el ECU. La lira siguió depreciándose después de la crisis del MTC de 1992, en particular frente al dólar y el marco alemán. Después de caer en 1994, los tipos oficiales

aumentaron en 1995 a media que aumentaba la inflación; los tipos a corto plazo llegaron a un 9% en mayo de 1995, un incremento de 200 puntos básicos en nueve meses, lo que añadió más de medio punto porcentual al déficit público anual 5/. Teniendo en cuenta que la inestabilidad política se debe en parte a las dificultades que implica la reducción del déficit público (que incluye los intereses sobre una deuda pública superior al propio déficit, en tanto que el excedente sería de un 3% aproximadamente del PIB si no se incluyese el pago de intereses), cualquier restricción monetaria adicional corre el riesgo de neutralizar las mejoras presupuestarias conseguidas y de poner en peligro la recuperación. El ajuste de los tipos de cambio contribuyó también a la recuperación en España, pero en contraste con Italia la mejora de la balanza comercial fue de corta duración, ya que las importaciones aumentaron en 1994 y las exportaciones se redujeron, debido en parte al aumento de la inversión interna. Al acelerarse la inflación, el Banco Central aumentó tres veces el tipo de intervención en 1995, en casi 2 puntos porcentuales.

Así pues, en todos los países en que los ajustes de los tipos de cambio han servido de estímulo a la demanda global, existe la presunción de que ello tendrá por consecuencia presiones inflacionarias insostenibles.

La experiencia del Japón ilustra las dificultades de la política monetaria cuando se ha eliminado la inflación y se han reducido los precios. A pesar de que la balanza interna y externa del país siguió deteriorándose, el Banco del Japón mantuvo los tipos oficiales de interés estables en 1994, a un 1,75%. El propio Banco se encontró en una posición difícil, puesto que los tipos del mercado ya eran inferiores a los que la mayoría de las compañías de seguros se habían comprometido a pagar sobre los contratos de pensiones e inversiones. La mayoría de las compañías de seguros registran actualmente pérdidas o fuertes caídas de beneficios. Además, los bancos tenían que soportar aún 500.000 millones de dólares en deudas dudosas. Con unos tipos de interés tan bajos, los depósitos y préstamos han alcanzado niveles mínimos; cualquier nueva reducción sometería a nuevas presiones los préstamos y reduciría los beneficios bancarios, que es precisamente lo contrario de lo que se necesita para que los bancos puedan recuperar los préstamos de pago dudoso. Así pues, paradójicamente, la caída de los tipos de interés ha tenido por consecuencia que los bancos estén menos dispuestos a hacer préstamos y menos capacitados para hacerlo.

Aunque unos tipos de interés bajos generalmente se consideran favorables desde el punto de vista del precio de las acciones, su impacto desfavorable sobre los beneficios de las instituciones financieras hizo que muchas de ellas vendiesen su cartera de inversiones para realizar las ganancias de capital. Esto, juntamente con las ventas de las empresas, contribuyó a que continuase debilitándose la bolsa y a que los precios de las acciones se redujesen por debajo del nivel de 15.000 puntos del índice Nikkei. El resultado ha sido agravar la debilidad del sector financiero, ya que a estos precios los bancos no pueden ya recurrir a las plusvalías para cubrir las deudas dudosas. Paradójicamente, si las compañías de seguros deciden cubrir las pérdidas repatriando sus inversiones extranjeras, en particular de

los Estados Unidos, ello sólo contribuirá a un nuevo fortalecimiento del yen y a una mayor volatilidad de los tipos de interés en los Estados Unidos y del dólar.

Debido a la fuerte presión resultante de la apreciación del yen desde principios de 1995, el Banco del Japón decidió intervenir en los mercados de divisas en apoyo del dólar, en vez de modificar sus tipos de interés. Sólo cuando fracasó esta política, debido a la falta de cooperación de los Estados Unidos y Alemania, el Banco decidió finalmente reducir los tipos oficiales de intervención a un 1,0% en abril de 1995. Desde entonces, se ha registrado un repunte en el crecimiento de la masa monetaria, pero sin que ello haya tenido prácticamente ningún efecto sobre la demanda interna. Así pues, la continua baja de los precios al por menor ha colocado al Banco del Japón en una situación en que su margen de maniobra sobre los tipos de interés casi se ha agotado, a la vez que los bajos tipos de interés nominal reflejan cada vez más una austera política monetaria, puesto que la caída de los precios hace que aumenten las tasas reales.

Toda vez que los presupuestos de emergencia del Gobierno generalmente se financian a través de "un segundo presupuesto", mediante la emisión de obligaciones (véase tercera parte, cap. IV), se ha expresado la preocupación de que una oferta excesiva de obligaciones haga que bajen los precios y aumenten los tipos de interés a largo plazo. Las asignaciones con cargo al presupuesto de emergencia del Gobierno y los gastos de reconstrucción con motivo del terremoto en 1994 y la primera mitad de 1995, representan aproximadamente un 10% del PIB. El Ministro de Finanzas ha concentrado por lo tanto las emisiones de obligaciones en la banda a corto y a mediano plazo de la curva de rendimiento, a fin de evitar el temido impacto negativo sobre los tipos a largo plazo y sobre el mercado de valores. Sin embargo, esta política tiende a anular los esfuerzos del Banco Central para relajar la política monetaria y refuerza una política monetaria restrictiva.

El diferente comportamiento de los tipos de interés entre los distintos países refleja en parte sus diferencias en cuanto al momento de la recuperación, ya que la política monetaria se dirige al logro de objetivos nacionales y ha contribuido a aumentar la incertidumbre en cuanto a los movimientos de los tipos de cambio. La política monetaria, en particular en el Japón y en las nuevas economías industrializadas de Asia, ha resultado especialmente difícil debido a la baja del dólar. Las monedas de las nuevas economías industrializadas de Asia están generalmente vinculadas al dólar, aunque la mayoría de sus inversiones extranjeras y préstamos extranjeros se negocian en yen. En consecuencia se enfrentan a una situación similar a la de los países de América Latina durante el período de apreciación del dólar a principios del decenio de 1980, y se han unido al Japón para tratar de frenar la caída del dólar mediante una intervención en el mercado de divisas. Puesto que la mayoría de los dólares adquiridos en estas operaciones se invierten en valores del Gobierno de los Estados Unidos, parte de la explicación de la debilidad simultánea del dólar y la fortaleza del mercado de obligaciones de los Estados Unidos puede encontrarse en la inestabilidad

monetaria creciente a comienzos de 1995. Esto demuestra también las dificultades de coordinar las medidas a plazo medio destinadas a reducir la deuda con las necesidades de una política cíclica a corto plazo.

3. Los tipos de interés, las corrientes de capital y el dólar

La adopción de una política monetaria restrictiva en los Estados Unidos y en el Reino Unido se debió al deseo de conseguir "una caída amortiguada", es decir una reducción gradual de las tasas de crecimiento hasta niveles compatibles con lo que se consideraba una posible tasa de expansión a largo plazo. Sin embargo, puesto que no había ninguna presión aparente de los precios, la consecuencia inicial fue que las expectativas del mercado resucitaron el espectro de una posible inflación, y los mercados financieros a largo plazo respondieron invirtiendo bruscamente la baja de los tipos de interés a largo plazo al desplomarse los precios de las obligaciones.

Como resultado de la fuerte caída del mercado de obligaciones en los Estados Unidos, los capitales se transfirieron a los mercados europeos, donde la debilidad de la demanda interna parecía indicar que los tipos de interés continuarían reduciéndose. Juntamente con la ruptura de las negociaciones entre el Japón y los Estados Unidos, que coincidió prácticamente con la decisión adoptada en febrero de 1994 de elevar los tipos de interés, esta transferencia de capitales provocó un cambio de opinión de los mercados respecto al dólar, así como un período de debilidad del dólar que debía intensificarse durante el verano de 1994 y reaparecer de nuevo con la crisis mexicana a fines de dicho año. La debilidad del dólar se agravó aún más al observarse indicios de recuperación en Europa occidental continental y comprenderse que la esperada caída de los tipos de interés no tendría lugar o incluso se invertiría. Esto provocó una debilidad de los mercados internacionales de obligaciones y una nueva debilidad del dólar.

Parte de la respuesta a esta baja de los tipos de interés en los Estados Unidos, y posteriormente en Europa, destinada a invertir la caída de la actividad económica experimentada en 1991 y 1992, consistió en transferir los fondos de inversión a los mercados financieros de los países en desarrollo que experimentaban un continuo crecimiento, elevados tipos de interés y un aumento de los precios de las acciones. En consecuencia, se registraron fuertes aumentos de los precios en la mayoría de estos nuevos mercados de acciones y obligaciones. El cambio en la política monetaria de los Estados Unidos y la recuperación antes de lo previsto en Europa desempeñaron un papel importante en la subsiguiente inversión de estas corrientes. Los mercados asiáticos ya habían empezado a debilitarse a principios de 1994. Les siguieron los mercados de América Latina, después de que el Gobierno mexicano se encontrase sin reservas suficientes de divisas para reembolsar a los titulares extranjeros de sus activos nacionales. El resultado de esta crisis fue una brusca inversión de las corrientes de capital a los mercados de América Latina y una nueva presión a la baja sobre el dólar cuando el Gobierno de los Estados Unidos tomó la iniciativa de ofrecer préstamos de emergencia a México.

El resultado de los esfuerzos de la Reserva Federal de amortiguar la caída del dólar, aumentando a tal efecto los tipos de interés, fue provocar una volatilidad cada vez mayor en los mercados de obligaciones a largo plazo, que se extendió a los mercados de divisas e impidió la recuperación del dólar. Las pérdidas de capital sufridas por los inversores en los mercados mundiales de renta fija como resultado de esta inversión de la política monetaria en 1994 se estiman en 1,5 billones de dólares, es decir, casi el doble de las pérdidas de capital privado ocasionadas por el crash mundial de las bolsas en 1987. Pese al aumento de los tipos de interés en los Estados Unidos y a la reducción en Europa y el Japón, la subsiguiente sobrerreacción de los tipos de cambio fue similar a la experimentada a mediados del decenio de 1980.

Las condiciones de los mercados de divisa hicieron más difícil la recuperación en el Japón, donde la paridad del yen respecto al dólar aumentó más de un 20% en menos de un año. El marco alemán también alcanzó niveles sin precedentes frente al dólar. Normalmente, el impacto sobre la economía alemana hubiera debido ser limitado, ya que sólo un 10% aproximadamente de sus exportaciones se dirigen a los Estados Unidos, pero con la salida del Reino Unido e Italia del MTC y las sucesivas depreciaciones en España y Portugal, el marco alemán se apreció también en términos reales frente a sus asociados comerciales europeos, que representan el 25% aproximadamente de las exportaciones, y frente a las monedas vinculadas al dólar de los países asiáticos en desarrollo. El efecto sobre la rentabilidad de las exportaciones fue tal que, en la primavera de 1995, el Bundesbank, actuando en contra de las expectativas de los mercados, redujo sus tipos de interés, aunque la economía proseguía su recuperación y las tasas de utilización de la capacidad habían alcanzado los niveles anteriores a la recesión.

C. Convergencia y desempleo

A mediados de 1995, unos 18 meses después de la alarma ante un posible riesgo de inflación debido a un crecimiento excesivamente rápido, seguía sin haber indicios claros de una amenaza de inflación. Sin embargo, comenzaron a observarse señales evidentes de que en los países industrializados se estaba produciendo una importante deceleración de la actividad económica. Una gran parte del crecimiento de los ingresos en los Estados Unidos a principios de 1995 se ha debido a la acumulación de inventarios, lo que parece indicar que el crecimiento de la demanda se ha frenado. Las pérdidas de empleo en abril y mayo, así como la caída del índice de principales indicadores económicos, tendía a confirmar esta impresión.

La recuperación en los países de Europa continental dista mucho de ser robusta o generalizada, y existe el peligro de que se vea frenada si prosigue la política monetaria restrictiva, dado que los bancos centrales continúan precaviéndose contra una posible inflación, de la que no existe prueba alguna ni en los mercados laborales ni en los mercados de productos básicos. Habida cuenta de la evolución de los tipos de interés y de la debilidad de la demanda interna, es poco probable que la economía alemana mejore sus resultados de 1994, en tanto que en el Reino Unido, el crecimiento de la producción de productos distintos del petróleo, a una tasa anual del 2,4% en

el primer trimestre, parece indicar que la economía está dando ahora muestras de lentificación como resultado de la política monetaria restrictiva y de la orientación de la política fiscal del Gobierno cada vez más restrictiva.

El estancamiento del crecimiento y la ausencia de presiones inflacionarias claras han reforzado las esperanzas de los mercados financieros de una caída amortiguada, y han disipado los temores de que se adopten nuevas medidas restrictivas monetarias. En consecuencia, los mercados de obligaciones se recuperaron a mediados de 1995, en tanto que los tipos de interés comenzaron a bajar de nuevo. Aunque la continua reducción a largo plazo de los tipos de interés tendrá una influencia positiva, la caída de los gastos de consumo y del ritmo de expansión del empleo, así como una continua disminución del gasto público, significa que las perspectivas de crecimiento de la demanda interna dependen exclusivamente de la inversión privada. Habrá escaso estímulo para las exportaciones, ya que en las dos regiones principalmente responsables de la recuperación del crecimiento del comercio mundial en 1994, a saber, los Estados Unidos y América Latina, el crecimiento del PIB se está reduciendo, en tanto que las fluctuaciones de los tipos de interés siguen siendo un elemento negativo en países como Alemania y el Japón.

Es muy posible que se produzca una convergencia de las tendencias de crecimiento y estabilidad de los precios, pero esta convergencia apunta a una tasa de expansión que no rebase el límite fijado por las previsiones de los bancos centrales de una posible tasa de crecimiento del 2 al 3% (véase la Tercera parte, capítulo III y recuadro 6). Con esta tasa de crecimiento hay pocas esperanzas de que se recupere el empleo en los Estados Unidos y en el Reino Unido, o de que cese el desempleo en los países de Europa occidental continental, o de que siga aumentando el desempleo en el Japón hasta alcanzar niveles históricos.

1/ Véase Informe sobre el Comercio y el Desarrollo, 1994, segunda parte, cap. II, sec. A.

2/ European Economy, Suplemento A, Nº 1, enero de 1995, pág. 3.

3/ Este cálculo se basa en las estimaciones realizadas por la OCDE del efecto que tiene cada punto porcentual de aumento de los tipos de interés sobre todas las deudas para los déficit públicos en 1995. Véase OCDE, Economics Outlook, diciembre de 1994, cuadro 10.

4/ Global Economic Prospects and the Developing Countries, 1995 (Washington D.C., Banco Mundial, abril de 1995), págs. 18 y 19.

5/ Según las estimaciones de la OCDE, op. cit.

Capítulo II

LA MANO INVISIBLE, LAS CORRIENTES DE CAPITAL Y EL ATASCAMIENTO DE LA RECUPERACION EN AMERICA LATINA

A. Introducción

La crisis de la deuda en la América Latina tuvo entre sus consecuencias más importantes la de propiciar un cambio radical de los planteamientos teóricos, el cual a su vez preparó el terreno para la introducción de profundas reformas de la política económica. A diferencia de las embestidas y las crisis externas del decenio de 1930, que llevaron a una estrategia de sustitución de importaciones para suplantar la política del "laissez-faire" y confirieron al Estado un papel mucho más amplio, los choques y las crisis del decenio de 1980 dieron lugar a un movimiento exactamente opuesto, hacia una estrategia de desarrollo orientada al exterior y basada en la desregulación, la liberalización y la privatización.

Las reformas de la política económica tenían por objeto alcanzar la eficiencia microeconómica y la estabilidad macroeconómica, a fin de acelerar el crecimiento y la industrialización. Para la primera era preciso eliminar las distorsiones, en particular de los tipos de cambio y los tipos de interés, así como de los precios relativos de los bienes y servicios que eran objeto de comercio y de los que no lo eran, procediendo a la desregulación de los mercados, liberalizando el comercio y las finanzas, desmantelando los controles directos de los precios y de la asignación de recursos y privatizando las empresas públicas. Por lo que respecta a la segunda, se consideraba que los déficit presupuestarios y la expansión monetaria eran las causas fundamentales de la inestabilidad macroeconómica y, por consiguiente, se atribuyó el grado más alto de prioridad al equilibrio del presupuesto, que debía lograrse principalmente reduciendo el gasto del sector público y vendiendo las empresas públicas. También se consideró indispensable, en aras de la disciplina monetaria y fiscal, una mayor autonomía del banco central, y en la mayoría de los países se fijó como objetivo primordial de la política monetaria la contención de la inflación en porcentajes de un solo dígito.

Se esperaba, con estos cambios de la política, dar un gran impulso a la inversión privada a medida que la liberalización financiera incrementase el ahorro privado y la reducción o eliminación de los déficit públicos liberasen recursos para el sector privado. Una vez desaparecida la discriminación contra las exportaciones y devuelta a la economía la posibilidad de explotar su ventaja relativa, se pensaba que la inversión se dirigiría hacia los sectores de exportación. La inversión privada, financiada internamente, en los sectores de bienes comercializables iba, pues, a convertirse en el nuevo motor del crecimiento. En general las reformas se aplicaron como un "tratamiento de choque", sobre todo en la Argentina, México y el Perú. Este proceder se consideró necesario porque los desequilibrios y las distorsiones estaban presentes en toda la economía y se consideraba que una reforma parcial y gradual carecería de credibilidad. Pero algunos países, como Chile, ya habían aplicado reformas orientadas al mercado durante todo el

decenio de 1970, mientras que otros, como el Brasil, no habían logrado el consenso político y social necesario para una ruptura tan radical con el pasado.

En dos aspectos la liberalización y la desregulación de la América Latina diferían muy marcadamente, por su naturaleza, de las realizadas en el decenio de 1980 por las nuevas economías industrializadas (NEI) del Asia oriental que habían registrado los mejores resultados. En el Asia oriental esas reformas no se introdujeron para corregir el estancamiento y la inestabilidad, sino que constituyeron el corolario de una feliz aplicación de la política industrial 1/. Por ejemplo, mientras que en Asia se eliminaron la protección y otras medidas de apoyo a la industria nacional porque ya no se necesitaban, en la América Latina la liberalización se introdujo para reaccionar contra el fracaso de la estrategia de desarrollo centrada en la sustitución de importaciones y basada en la extensa intervención del Estado, estrategia que no había podido generar un crecimiento y una industrialización rápidos. Además, la liberalización en el Asia oriental fue un proceso selectivo, gradual y controlado en que los resultados se contrastaban constantemente con los objetivos y se introducían nuevos mecanismos o nuevas esferas de apoyo y control a medida que se iban desmantelando los antiguos.

En América Latina se reconocía que iniciar la liberalización como "tratamiento de choque" después de no haber conseguido establecer una fuerte base industrial con la intervención y protección del Estado generaría graves problemas de ajuste, pero se pensó que éstos serían temporales y desaparecerían a medida que la economía se amoldase a funcionar según las nuevas reglas del juego. En consecuencia, se preveía que la estabilidad macroeconómica se mantendría, siempre que el Estado aceptase una disciplina fiscal y monetaria, y que el crecimiento se aceleraría gradualmente hasta situarse en un nivel superior al de antes.

En realidad, hasta hace alrededor de un año era muy difundido el optimismo acerca de los resultados y las perspectivas económicas de la América Latina. Tras casi un decenio de estancamiento e inestabilidad macroeconómica, parecía que se habían alcanzado una estabilidad duradera de los precios y un crecimiento sostenido en la región. En la mayoría de los países el crecimiento se había acelerado a comienzos del decenio y seguía manteniéndose, con unos déficit presupuestarios y una inflación que estaban bajo control. Dicho optimismo se confortó cuando se conocieron el éxito aparente del plan brasileño de estabilización de mediados del decenio de 1994, que había conseguido reducir la inflación e impulsar la actividad y el crecimiento, y el muy firme crecimiento registrado en el Perú.

Sin embargo, la crisis mexicana de diciembre de 1994 y sus repercusiones han suscitado cuestiones respecto de la orientación de la política en la América Latina. México no sólo representa una economía importante, sino que hasta la crisis su política económica se citaba como ejemplo. En verdad, había sido en la región un pionero de la estabilización y la reforma estructural. No sólo ofrecía un marco de referencia en lo que se refería a la disciplina fiscal, a la privatización y la desregulación, sino que se pensaba que su experiencia podría conducir, a través del TNC, a la integración del comercio regional con Norteamérica. Además, México ha

desempeñado tradicionalmente un papel preponderante en la formación de las expectativas de los inversionistas internacionales respecto de la América Latina en conjunto. De hecho, como en el caso de la crisis de la deuda de 1982, aunque no en igual medida, la crisis reciente ha motivado una profunda revaluación de los riesgos de la inversión en esa región.

En el presente capítulo se estudian las consecuencias que para la estabilidad y el crecimiento entraña el ajuste a la inversión radical de las corrientes de capital que se está verificando, se analiza como los diversos desequilibrios que se han ido acumulando en el decenio de 1990 influyen en ese proceso de ajuste y, a la luz de esos elementos, se evalúan las perspectivas de crecimiento durante los años venideros.

B. De la recuperación a la crisis

La secretaría de la UNCTAD forma parte de la minoría de pronosticadores que siempre han expresado dudas en cuanto a la sostenibilidad de la posición financiera externa de México. En cada edición del Informe sobre el Comercio y el Desarrollo, de 1991 en adelante, se venía insistiendo en que la crecida de las corrientes de capital hacia la América Latina se parecía a uno de esos fenómenos oscilatorios de moda pasajera y se advertía que algún día la burbuja especulativa iba a reventar. Esas preocupaciones se basaban en un análisis de la naturaleza y los efectos de las corrientes que se apartaba marcadamente de las posiciones ortodoxas. En líneas generales, la crisis estalló en la forma que se había predicho a partir de esa visión diferente de las finanzas internacionales (véase el recuadro 4).

Recuadro 4

El análisis realizado en anteriores ediciones del Informe sobre el comercio y el desarrollo de los flujos de capital a América Latina

En el Informe sobre el Comercio y el Desarrollo se ha venido estudiando muy de cerca la oleada de capitales hacia la América Latina desde que empezó a manifestarse en 1990. En la edición de 1991 se hacían las siguientes observaciones acerca de la situación financiera de México:

> "Muchos analistas opinan ahora que... el alivio proporcionado en virtud de la reestructuración de la deuda de México con los bancos... ayudó a crear un clima de mayor confianza en la economía del país. Esta confianza, que también arranca en parte de la perspectiva de que se llegue a firmar el Acuerdo de Libre Comercio de América del Norte con el Canadá y los Estados Unidos, ha sido relacionada con la suavización de las presiones sobre los pagos exteriores de México. Esa confianza es el reflejo de unas perspectivas económicas que, según se insiste en otra parte del presente informe, pueden evaporarse fácilmente (vol. I, pág. 98)."

También se advertía que un incremento muy pronunciado de las entradas financieras podía traer consigo tanto problemas como ventajas. Con respecto a los préstamos o corrientes que crean deuda, se señalaba que:

> "Pueden darse circunstancias que fomenten las entradas de capital a corto plazo, impulsando al alza el tipo de cambio y alentando por tanto unas mayores entradas de capital. Tal cosa ocurre a menudo cuando los tipos de interés y de inflación internos son muy superiores a los del exterior... Como las entradas a corto plazo conducen a una apreciación real de la moneda, las instituciones financieras internas encontrarán que pueden endeudarse en el extranjero a unos tipos de interés muy inferiores a los vigentes en el país. Si el proceso no se frena, el tipo de cambio real podrá seguir subiendo hasta que el deterioro de la balanza comercial conduzca a una pérdida de confianza, desencadenando una salida de capitales (vol. II, pág. 108)."

Se hizo una advertencia análoga acerca de la inversión en acciones por no residentes en los mercados de capital de los países en desarrollo:

> "Tal cosa es probable que alivie la penuria de divisas y mejore la eficiencia de los mercados financieros de esos países. Muchos países en desarrollo ("mercados de capital de nueva aparición") han abierto sus mercados de capital a no residentes, y algunos han fomentado el que éstos participen en la privatización de activos públicos. Esa política tiene ventajas, pero no está exenta de riesgos... Como la rentabilidad de las inversiones extranjeras dependerá en parte de cómo evolucione el tipo de cambio, las expectativas de una depreciación de la moneda pueden desencadenar tanto un pronunciado descenso de los precios de las acciones como una salida de capital si el país sufre un choque serio (por ejemplo, un deterioro de la relación de intercambio) que haga que parezca inevitable una devaluación; la salida de capitales puede multiplicar los problemas de ajuste. Igualmente, la tónica de los mercados de los títulos-valores puede ejercer una fuerte influencia sobre el tipo de cambio y así, por ejemplo, unas expectativas alcistas quizá provoquen unas entradas de capital que conduzcan a una sobreevaluación (vol. II, pág. 111)."

A continuación se insistía en la necesidad de controlar las entradas de capital:

> "Permitir que las empresas nacionales (privadas o públicas) tengan un acceso no controlado a los mercados internacionales de capital ha resultado nocivo en muchos casos; las corrientes de capital especulativo a corto plazo han resultado extremadamente perjudiciales incluso para los países industriales. Casi todos los países en desarrollo quieren ejercer bastante control sobre las corrientes de capital externo y el ritmo de acumulación de la deuda exterior (vol. II, pág. 117)."

En la edición de 1992 se hizo de nuevo la advertencia de que el carácter especulativo de gran parte de la entrada de capitales hace que ésta sea susceptible de un repentino cambio de dirección. En un anexo titulado "El carácter y la sostenibilidad de las corrientes de capital recientes a América Latina" se presentaban unas estimaciones según las cuales más de la mitad de la corriente a la América Latina estaba constituida por capitales a corto plazo:

> "Tales entradas se producen de ordinario cuando hay unos diferenciales en los tipos de interés nominales que los mercados no esperan se enjuguen mediante una depreciación del tipo de cambio nominal... De igual modo, si se espera que un alza de los precios de los valores compensará con creces la depreciación de la moneda nacional, podrán producirse entradas de capital. Ambos tipos de expectativas pueden cumplirse por el mero hecho de existir, ya que la entrada de fondos, cuando es bastante grande, puede mantener por sí sola la paridad de la moneda y elevar los precios de los valores... Inicialmente, esas entradas suelen constituir una respuesta a un cambio favorable en cómo percibe el mercado al país receptor... Después del cambio inicial en la percepción del mercado, a menudo se desarrolla un comportamiento de tipo oscilatorio y se crea una burbuja especulativa donde la gente presta o invierte simplemente porque todo el mundo lo hace. Tales auges no suelen terminar de modo suave sino con una huida súbita de capitales, asociada por lo general a unas expectativas de depreciación grandes de la moneda, que pueden ser difíciles de compensar con un diferencial positivo, incluso muy grande, en los tipos de interés reales (vol. III, págs. 56 y 57)."

En el Informe de 1993, a la ya casi rutinaria advertencia sobre el carácter especulativo o a corto plazo de gran parte de las corrientes de capital a la América Latina, se agregaba un aviso en cuanto a las dificultades que un cambio de sentido de esas corrientes de capital podría entrañar para la política macroeconómica:

> "En la medida en que las corrientes adopten formas inestables, la posibilidad de su inversión representa una amenaza para la estabilidad económica. Esa amenaza es consecuencia de la vulnerabilidad de los tipos de cambio y de la situación financiera exterior del país a esa inversión. Si un empeoramiento de la cuenta de operaciones exteriores obliga a depreciar la moneda, existe el riesgo de que se produzca un deterioro mayor a causa de las salidas financieras, ya que los beneficios de arbitraje, que dependen en parte de un alto tipo de cambio, se eliminan. En esas circunstancias, el Gobierno puede encontrarse con que pierde su control sobre variables económicas esenciales como los tipos de cambio y de interés, y puede enfrentarse también con una devastadora pérdida de solvencia internacional (vol. I, pág. 32)."

Más adelante se afirmaba que esa situación se presentaría con toda probabilidad si no se adoptaban medidas para evitarla:

> "Además, la configuración particular de tipos de cambio, tasas de interés y precios de acciones que explica el reciente incremento de las corrientes de capital no puede esperarse que dure. Buena parte de los márgenes de arbitraje se ha debido a apreciaciones monetarias, sobre todo en la Argentina y México, que, si continuaran, acabarían conduciendo a una crisis de los pagos externos cuando las exportaciones cayeran y los déficit comerciales subiesen. Por otra parte, si la apreciación monetaria cambia repentinamente de signo, el margen de arbitraje desaparecerá, desencadenando posiblemente un acusado descenso de las corrientes de capital a corto plazo. Así, la estrategia mejor sería dejar que los tipos de cambio nominales se deslizaran gradualmente sin controlar las entradas de capital a corto plazo (vol. IV, págs. 14 y 15).
>
> En la Argentina y México el crecimiento es más frágil y hay un dilema mucho más grave entre estabilidad de precios y competitividad. Las apreciaciones de la moneda, juntamente con la liberalización del comercio y los altos tipos de interés, están menoscabando los resultados en materia de inversión y exportaciones, con la consecuencia de unos grandes déficit comerciales y de cuenta corriente que no podrán mantenerse mucho tiempo. Aun cuando las corrientes autónomas de capital han sido hasta ahora más que suficientes para financiar los déficit externos, esos países necesitan efectuar un ajuste externo mediante mayores inversiones y exportaciones. Si no se aprovechan las oportunidades para hacer un ajuste expansionista, el ajuste deflacionario puede llegar a ser inevitable (vol. IV, pág. 18)."

En ambos países se está procediendo ahora a un ajuste deflacionario.

Las causas de la crisis han sido objeto, desde un principio, de nutridos debates. Se admite generalmente -aunque no hay consenso al respecto- que se originó de la excesiva utilización por México de las corrientes de capitales privados líquidos para financiar grandes déficit por cuenta corriente. Mas esta formulación deja sin respuesta varias cuestiones. ¿Consistía el problema en la magnitud del déficit o en el tipo de entradas de capital que lo financiaban? ¿Había llegado la posición externa a ser insostenible como consecuencia de un patinazo de la política o a causa de las mismas reformas que se habían iniciado para la estabilización y el ajuste estructural? Si no se hallan respuestas concretas a estas dos preguntas, no podrá sacarse de esta experiencia ninguna enseñanza útil.

Es importante advertir que México no era el único país en desarrollo que registraba un cuantioso déficit de cuenta corriente ni tampoco el único que recibía grandes corrientes de capitales líquidos. Por ejemplo, Malasia y Tailandia han registrado grandes déficit de cuenta corriente sin recurrir al

capital líquido. Chile y el Brasil, en cambio, han recibido cantidades relativamente importantes de capitales líquidos sin incurrir en grandes déficit de cuenta corriente (véase el capítulo II de la primera parte).

Con todo, como ya se explicó detalladamente en ediciones anteriores del Informe, la situación financiera externa de México era insostenible porque: a) las entradas de capital que financiaban sus déficit no podían durar; y b) no se observaba en sus déficit externos ninguna tendencia a disminuir con la mejora de la capacidad de exportación y de la competitividad. En las entradas había muchos capitales reversibles atraídos por los márgenes de arbitraje debidos a los altos tipos de interés y a las apreciaciones monetarias y por las ganancias especulativas sobre el precio de las acciones, así como corrientes irrepetibles e insostenibles como las que obedecen a una diversificación global de la cartera y a los ingresos de la privatización, igualmente atraídos por las perspectivas de una ganancia de capital 2/. En cambio, gran parte del ahorro externo suplementario se utilizó para financiar el consumo y la inversión en bienes y servicios no comercializables y relativamente poco en la inversión en los bienes y servicios comerciables necesarios para reducir los déficit externos. Así, pues, el caso de México difería del del Brasil y de Chile, por cuanto tenía unos déficit cuantiosos y en aumento, y de la segunda generación de nuevas economías industrializadas de Asia, por cuanto sus entradas de capital consistían en inversiones en cartera más que en inversión extranjera directa y por cuanto utilizaba sus recursos adicionales para el consumo más bien que para la inversión productiva.

En México los desequilibrios financieros externos se crearon porque el país logró con demasiada facilidad seguir la receta ortodoxa de la liberalización financiera y aplicó una política fácil y generalmente aplaudida que consistía en utilizar las entradas de capital para la desinflación, asignando un papel central al tipo de cambio nominal. La fe ciega en esas políticas explica por qué hubo tanta autosatisfacción e inacción en América Latina y entre la comunidad financiera internacional a comienzos del decenio de 1990, cuando los tipos de cambio se estaban apreciando en cifras reales y los déficit de cuenta corriente aumentaban con gran rapidez. Se creía que las corrientes de capital se mantendrían incólumes porque los mercados de capital reaccionaban racionalmente a la mejora de los indicadores económicos fundamentales, que la inversión y la productividad responderían con el tiempo a los incentivos de la oferta y que finalmente la capacidad de exportación aumentaría y los déficit disminuirían 3/. Ese apego a las recetas ortodoxas persistió incluso cuando pudieron observarse en los mercados financieros señales claras de que no podrían mantenerse mucho tiempo las entradas de capital, los tipos de cambio y los déficit externos.

Esas señales aparecieron en febrero de 1994, cuando la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal de los Estados Unidos comenzó a restringir la política monetaria, cayeron los precios de los bonos a largo plazo y subieron los tipos de interés a largo plazo al mismo ritmo que los tipos a corto plazo. Ambos movimientos tuvieron unas repercusiones desproporcionadas sobre los precios de los bonos y los tipos de interés en la América Latina. Simultáneamente se produjo un aumento general de la distribución del riesgo

país; los márgenes de los bonos a largo plazo sobre las letras del Tesoro de los Estados Unidos ya habían aumentado en grado significativo antes del estallido de la crisis. Más importante es que los márgenes de riesgo de los distintos países crecieron según la fragilidad externa: menos para Chile y Colombia y más para México y la Argentina. Estos dos últimos países también registraron descensos considerables de los precios de las acciones en dólares, mientras los otros seguían en una situación boyante de auge.

Los gobiernos decidieron elevar los tipos de interés y, en el caso de México, recabar apoyo oficial del extranjero; ya se habían firmado durante 1993 y 1994 contratos especiales de permuta financiera con los Estados Unidos y el Canadá. Las entradas de capital se frenaron e incluso dieron señales de inversión, pero el déficit comercial y el de cuenta corriente siguieron creciendo en la Argentina y en México durante todo el año 1994. En la Argentina las reservas se estancaron en el primer semestre del año y después empezaron a disminuir, primero moderadamente, antes de la crisis mexicana, y luego más deprisa. En México las reservas ascendían a 29.000 millones de dólares en febrero de 1994; al 20 de diciembre, fecha en que México finalmente decidió devaluar su moneda y dejarla flotar, habían bajado a 6.000 millones de dólares. Para todo el año, las pérdidas de reservas ascendieron a 20.000 millones de dólares, mientras la balanza de cuenta corriente arrojaba un déficit de 30.600 millones de dólares. Las entradas netas de capital en 1994 fueron, pues, de unos 10.000 millones de dólares, un tercio de lo que México había recibido en 1993.

La pauta de la evolución de la crisis mexicana contradice claramente la opinión ortodoxa según la cual las crisis de la balanza de pagos sólo se presentan como resultado de desequilibrios fiscales. De hecho, esta no es la primera vez que se da una de esas crisis en América Latina en una situación de equilibrio fiscal. La llamada crisis del Cono Sur de finales del decenio de 1970 y principios del de 1980 se atribuyó a los "déficit fiscales" y a la "intervención del Estado", a pesar de que Chile registraba un superávit presupuestario y aplicaba políticas comerciales y financieras liberales. En pocas palabras, no se sacaron enseñanzas correctas de la experiencia de la crisis del Cono Sur.

En vez de evaluar los costos y beneficios de la apertura financiera, se observa nuevamente la tendencia a buscar explicaciones causales, según la máxima post hoc ergo propter hoc. Para algunos, la crisis se presentó porque había muy poca información y transparencia en cuanto a la naturaleza y la magnitud de las entradas de capital; pero eso, en sí mismo, era un corolario natural de la filosofía de no intervención en las entradas de capital extranjero. De igual modo, es muy poco creíble el argumento de que los mercados financieros no se hallaban bien informados del estado de la economía mexicana y, por consiguiente, eran demasiado optimistas en cuanto a sus perspectivas. Demuestra un gran desconocimiento de la manera como se forman las burbujas especulativas y de cómo los "inversionistas" aceptan correr muy grandes riesgos para obtener beneficios y ganancias de capital extraordinarios y rápidos. Se encuentran muchos de esos episodios en la historia reciente y en la menos reciente de la actividad financiera, como las experiencias de los Estados Unidos y del Japón en el decenio de 1980.

También se ha dicho que México debería haber aplicado una política de restricción monetaria y subido los tipos de interés en 1994, cuando empezaron a ejercerse presiones sobre el peso y las reservas se habían agotado, a fin de convencer a los mercados financieros de que el país seguía empeñado en aplicar una estrategia económica a mediano plazo. La única política sensata habría consistido en adoptar a tiempo medidas pragmáticas para desalentar las excesivas entradas de liquidez, junto con una política cambiaria realista, en vez de introducir ajustes de la política macroeconómica destinados a dar cabida a la oleada y prolongarla. Una política de altos tipos de interés habría contribuido a frenar el ataque ahondando los desequilibrios y, por consiguiente, retrasando la crisis, únicamente para verla volver con mayor fuerza. En efecto, las condiciones básicas eran malas y la situación financiera externa no era sostenible 4/.

La crisis también se achaca a la falta de transparencia de la política macroeconómica, sobre todo en lo que respecta al estado de las finanzas públicas y al ritmo de la expansión monetaria. Mas no se acierta a ver cómo una mayor transparencia habría evitado la acumulación de desequilibrios y el estallido de la crisis. De hecho, desde principios del decenio de 1990, los capitales continuaban afluyendo a países que tenían desequilibrios macroeconómicos mucho mayores que México. El Brasil recibió enormes sumas durante 1993-1994 a pesar de su altísima inflación, su crecimiento perezoso, sus enormes déficit públicos y su rápida expansión monetaria. Los crecientes déficit externos de México no se debieron a una política macroeconómica de expansión, sino más bien a una liberalización prematura y demasiado rápida del comercio y las finanzas y a la utilización del tipo de cambio para lograr una rápida desinflación que, con el impulso de la reducción de los aranceles y la subida de los precios, produjo una avalancha de importaciones baratas antes de que se estableciera una sólida base de exportación. Estas políticas también fueron populares porque permitían una expansión del consumo privado. Como observó, según parece, el Presidente de una de las asociaciones de empresas más importantes, la crisis se produjo a causa de la "apertura "excesivamente rápida" de la economía a la competencia externa; de la confianza igualmente "excesiva" en el capital especulativo a corto plazo; y también de una sobrevaloración "excesiva" del peso; todo ello por consideraciones electorales que llevaron a descartar las decisiones acertadas" 5/.

C. La estabilización, el ajuste y la fragilidad macroeconómica

La experiencia de la América Latina en el pasado decenio demuestra que una posición sostenible en materia de comercio exterior y en materia fiscal es la condición más importante de la estabilidad macroeconómica y del crecimiento duraderos. La mayor parte de los esfuerzos de estabilización durante la crisis de la deuda quedaron frustrados porque los gobiernos no pudieron dar una solución duradera a los desequilibrios externos o a los desequilibrios fiscales o a ambos. Los programas de estabilización de Bolivia y de Chile aplicados en el decenio de 1980 tuvieron éxito y pervivieron, pero se trata de excepciones. En la mayoría de los casos la estabilidad se mantuvo sólo durante períodos breves porque el ajuste fiscal y el externo se basaban demasiado en los recortes de los gastos del sector público y de las importaciones y no lo bastante en el aumento de los

ingresos fiscales y de las exportaciones. Por otra parte, la imposibilidad de superar la presión de la balanza de pagos sobre el crecimiento a menudo redujo el margen de ajuste fiscal y de mantenimiento de la estabilidad de los precios. Como se explicó en la edición de 1993 del Informe, la situación cambió radicalmente a principios del decenio de 1990 con la caída de los tipos de interés internacionales y la entrada masiva de capitales. Esto, aunque permitió superar las presiones externas y fiscales, también dio lugar a la acumulación de grandes desequilibrios por cuenta corriente.

1. Corrientes de capital, tipos de cambio y desequilibrios exteriores

Con la eliminación de la presión externa, las reacciones desestabilizadoras que imperaron en el decenio de 1980 desaparecieron y se formó un círculo vicioso de estabilidad y crecimiento. El enorme aumento de la disponibilidad de divisas permitió una absorción interna que se expandía rápidamente. De hecho, el cambio de sentido de las entradas de capital fue tan repentino y tan cuantioso que muchos países se encontraron con una super abundancia de divisas, a pesar de que los déficit comerciales se ahondaban rápidamente; de 1991 a 1993 las corrientes netas de capital hacia América Latina ascendieron a 166.000 millones de dólares (véase el cuadro 17), mientras que el total de los déficit de cuenta corriente apenas llegaba a los 100.000 millones de dólares. En consecuencia, la región en conjunto acumuló reservas internacionales y casi todos los países revaluaron su moneda. Esto contribuyó en grado importante a la estabilidad de los precios al constituir un punto de referencia para las expectativas y, al propio tiempo, al mantener bajos los costos y los precios. El descenso de la inflación, junto con la subida de los precios de los activos, reforzó la riqueza de los consumidores, incrementando con ello la demanda y la actividad agregadas.

La recuperación fue particularmente notable en la Argentina y (después de 1992) en el Perú. México registró una casi duplicación de su tasa de crecimiento entre 1985-1990 y 1991-1993, pero la tasa seguía siendo sólo del 3% en 1994 (cuadro 17). Aún más importante es que el ritmo de la inflación disminuyó en todas partes, muy marcadamente en la Argentina, el Perú, México y (después de julio de 1994) el Brasil; en Chile y en Colombia este resultado se logró a pesar de una continua indización. En el primer grupo de países la estabilización y la desinflación se lograron utilizando el instrumento del tipo de cambio. En Chile y en Colombia la inflación ya había sido moderada antes de la oleada de entradas de capital, pero la apreciación de la moneda que iba apareada con esas corrientes contribuyó a bajar aún más la inflación en el decenio de 1990.

El recurso a las entradas de capital y a la apreciación de la moneda ha sido muy variable, como también lo ha sido el efecto de este proceso sobre los desequilibrios exteriores. Como se explica en ediciones anteriores del Informe, sólo Chile intentó constantemente desalentar las corrientes de capital a corto plazo, aunque algunos otros países (por ejemplo, el Brasil y Colombia) también tomaron en ocasiones medidas para frenar esas corrientes. De 1991 a 1993 México recibió el 45% de las corrientes netas de capital que entraban en la América Latina, la Argentina el 18%, el Brasil el 12% y Chile y el Perú alrededor del 5% cada uno: así, pues, estos cinco países

absorbieron el 85% del total (cuadro 17). Durante el mismo período las divisas aportadas por las corrientes de capital llegaron a representar hasta dos tercios de los ingresos totales de exportación del Perú y de México y más del 50% en la Argentina; en los demás países no rebasaron, por lo común, el 20%. En 1994 la corriente neta de capital hacia la región en conjunto bajó, en gran parte porque disminuyeron las corrientes hacia la Argentina y México y porque Venezuela registró una gran salida de capital, pero tanto el Brasil como Colombia registraron aumentos de casi un 50% (véase el capítulo II de la primera parte).

La apreciación de la moneda ha sido un fenómeno típico de la región en todo el decenio de 1990, aunque se registran diferencias importantes entre los países (cuadro 18). México y la Argentina han tenido las revaluaciones más importantes. En México hubo una cuantiosa apreciación en 1988, un año después de iniciado el programa de estabilización, y el valor del peso siguió aumentando en cifras reales, primero bastante despacio (hasta 1990) y después con más rapidez. En la Argentina la moneda ya se había revalorizado en cifras reales antes de que se fijara su paridad con respecto al dólar en virtud del Plan de Convertibilidad de abril de 1991. Chile y Colombia entraron en el decenio de 1990 con tipos de cambio relativamente competitivos; desde entonces ambas monedas se han revalorizado menos que las demás, pero en Colombia la apreciación se aceleró en 1994 y Chile tuvo que revaluar su moneda en un 10% sólo unas pocas semanas antes de la crisis mexicana.

En el Brasil se registró una fuerte apreciación en 1990 como consecuencia del plan de estabilización Collor. Posteriormente el tipo de cambio real bajó hasta 1993. La reforma monetaria del Plan Real de julio de 1994 fijó el tipo de cambio nominal de la nueva moneda a la par con el dólar e introdujo para apoyarlo unos tipos de interés muy altos. Esto dio lugar a una apreciación nominal de alrededor del 15% (el valor del real subió hasta llegar a unos 83 centavos por dólar) y, como los precios siguieron subiendo en un 2 ó 3% al mes, a una apreciación de la moneda en cifras reales de un tercio en el segundo semestre del año.

Los patrones de entrada de capital y apreciación de la moneda también se reflejan plenamente en la balanza de cuenta corriente y la balanza comercial. En los tres países que registraron las apreciaciones más rápidas (la Argentina, México y el Perú) el déficit de la cuenta corriente aumentó muy deprisa después de 1990; en los dos primeros, el déficit siguió aumentando en 1994, año en que disminuyeron las entradas de capital y se agotaron las reservas. En Chile y en Colombia el déficit fue moderado, mientras que en el Brasil la cuenta corriente quedó más o menos equilibrada en 1994. El Brasil tuvo un déficit comercial acumulado de unos 40.000 millones de dólares entre 1991 y 1993 y de otros 11.000 millones en 1994, a pesar del auge de las importaciones en el segundo semestre del año. Los déficit comerciales acumulados de México y la Argentina juntos rebasaron los 100.000 millones de dólares en el período 1991-1994. Para el conjunto de la América Latina, la balanza comercial pasó de un excedente de 27.000 millones de dólares en 1990 a un déficit de unos 19.000 millones en 1994; si se excluye el caso del Brasil, el cambio fue de un excedente de alrededor de 19.000 millones de dólares a un déficit de 30.000 millones.

Cuadro 17

Principales indicadores de las economías latinoamericanas, 1985-1994

País	Crecimiento real del PIB (en porcentaje anual)			Inflación a/ (en porcentaje anual)			Entrada neta de capital (en miles de millones de dólares)		Balanza comercial (en miles de millones de dólares)		Exportaciones (aumento porcentual anual) b/		Importaciones (aumento porcentual anual) b/		Balanza de cuenta corriente c/	
	1985-1990	1991-1993	1994	1985-1990	1991-1993	1994	1991-1993 d/	1994	1991-1993 d/	1994	1985-1990	1990-1994	1985-1990	1990-1994	1990	1994
Colombia	4,8	3,4	5,0	25	24	23	1,9	3,1	2,5	-2,2	14,2	6,0	6,8	21,4	6,4	-24,9
Chile	6,2	7,0	4,5	19	15	9	7,7	3,1	0,4	0,6	16,9	8,5	19,2	11,5	-7,2	-4,4
México	1,4	2,3	3,0	70	13	7	75,0	10,5	-63,2	-23,6	4,4	6,2	18,8	16,6	-21,9	-61,2
Argentina	0,3	7,9	7,0	583	33	4	29,4	10,2	-8,1	-6,0	8,0	5,3	1,2	51,1	30,8	-57,7
Brasil	2,0	1,6	4,5	654	1 090	55 e/	19,4	13,1	39,9	11,3	4,1	8,4	9,4	11,6	11,0	-6,4
Perú	-2,1	-2,3	11,0	824	79	18	7,5	5,9	-1,3	-1,3	1,6	7,1	9,9	17,4	-27,4	-54,3
Total de América Latina	1,9	3,3	3,7	-	-	-	165,9	47,3	-16,3	-19,2	5,8	5,8	10,2	16,0	-2,4	-25,6

Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD basados en datos de CEPAL, Anuario Estadístico de América Latina y el Caribe, edición de 1994 (publicación de las Naciones Unidas, Nº de venta: S/S.95.II.G.1).

a/ Indice de precios al consumo.

b/ Calculado a partir de valores f.o.b. a precios corrientes.

c/ Porcentaje de exportaciones de bienes y servicios.

d/ Total acumulado.

e/ Extrapolación anual de los datos correspondientes al período de julio a diciembre.

Cuadro 18

Tipos de cambio en algunos importantes países latinoamericanos, 1986-1994

(Indice: 1990 = 100)

País	1986-1990 a/	1991	1992	1993	1994	1994 b/
	Tipo de cambio real c/					
Colombia	90,6	101,5	91,6	87,7	76,0	83,9
Chile	105,0	97,9	90,9	91,4	88,2	84,0
México	117,9	90,5	83,4	78,7	81,8	69,4
Argentina	118,4	64,9	57,7	54,9	53,4	45,1
Brasil	132,2	115,7	126,6	126,3	103,2	78,1
	Tipo de cambio real efectivo d/					
Colombia	87,5	101,0	89,5	83,3	76,3	87,2
Chile	96,6	98,9	94,8	96,1	95,0	98,3
México	115,8	91,1	83,8	78,8	80,3	69,3
Argentina	119,1	83,3	77,5	74,4	76,3	64,1
Brasil	133,8	118,5	126,5	111,3	96,2	71,9

Fuente: R. Frenkel "Macroeconomic sustainability and development prospects: The Latin American performance in the 1990's" (UNCTAD Discussion Paper de próxima publicación).

a/ Media anual.

b/ 1986-1990 = 100.

c/ Moneda nacional por dólar, ajustada para tener en cuenta las variaciones de los precios al por mayor en los Estados Unidos y deflacionadas con el índice de precios al consumo.

d/ Moneda nacional por unidad monetaria extranjera (ponderada por la distribución geográfica de las exportaciones).

La causa del deterioro de la balanza de cuenta corriente y de la balanza comercial ha sido un auge sin precedente de las importaciones. De 1991 a 1994, para toda la región, el valor de las exportaciones creció a una tasa del 6% anual, mientras que las importaciones subieron en un 16% al año. Los resultados de la actividad exportadora cambiaron poco, pero la tasa de crecimiento anual media de las importaciones durante ese período superó en

más de una vez y media la de la segunda mitad del decenio de 1980. Uno de los pocos países que registró una mejora apreciable de los ingresos de exportación en el decenio de 1990 fue el Brasil. El crecimiento de las importaciones también fue moderado en ese país, lo que refleja la influencia de un tipo de cambio real relativamente estable y de la progresiva liberalización del comercio. También en Chile, donde el comercio ya se había liberalizado en el decenio de 1970, los resultados de la actividad comercial fueron algo superiores a la media regional. En Colombia, cuya moneda se apreció moderadamente, el auge de las importaciones se debió principalmente a la liberalización. Los marcados aumentos de los precios del cobre (un 19%) y del café (94%) en 1994 contribuyeron en grado importante a la rápida expansión de los ingresos de exportación en Chile y en Colombia, respectivamente. México ya había empezado el decenio con un gran déficit comercial debido a la liberalización; posteriormente, el crecimiento de las exportaciones se aceleró un poco, pero el déficit comercial continuó creciendo porque las importaciones se sostenían con las entradas de capital y con la apreciación de la moneda. En la Argentina, donde el comercio se había liberalizado con un "tratamiento de choque" durante el plan de convertibilidad, el superávit comercial, en un principio cuantioso, desapareció rápidamente cuando se dispararon las importaciones y el crecimiento de las exportaciones quedó reducido a la mitad.

Estos cambios se reflejan todos en el pronunciado aumento de la fragilidad externa de la región, medida por la relación entre los déficit de la cuenta corriente y las exportaciones de bienes y servicios. La razón déficit/exportaciones constituye un indicador más preciso que la razón déficit/PIB, porque en ella no influyen los tipos de cambio ni los precios relativos internos. Indica la medida en que tendrían que aumentar las exportaciones para colmar la brecha del comercio exterior si se interrumpiesen las entradas netas de capital. Para la América Latina en conjunto, un aumento del 2,5% de las exportaciones habría sido suficiente para tapar esa brecha en 1990; en 1994 esa cifra ya se había incrementado al 25%, aproximadamente. A todas luces, la vulnerabilidad al cambio de sentido de las corrientes de capital era mucho mayor en la Argentina, México y el Perú, donde la cifra correspondiente para 1994 superaba el 50%.

2. Productividad y competitividad

Uno de los objetivos importantes de las medidas de ajuste estructural era el de impulsar la eficiencia y la productividad en los sectores de bienes comercializables internacionalmente. Se pensaba que un crecimiento más rápido de la productividad, junto con unos aranceles e impuestos más bajos, contrarrestaría los efectos negativos que sobre la competitividad tuviese cualquier apreciación de la moneda nacional resultante de las entradas de capital y que, con un aumento de la competitividad, las exportaciones se convertirían en el motor de la economía. La productividad del trabajo sí aumentó considerablemente en México y la Argentina, pero no lo suficiente para compensar la apreciación de la moneda. Además, el aumento de la productividad se ha asociado generalmente con el recorte de plantillas y de costos y la contracción, más bien que con la expansión.

En el cuadro 19 se compara la tendencia de la productividad, el empleo y la competitividad en México y en la Argentina desde los años que precedieron a la vinculación del tipo de cambio nominal (1988 en México y 1991 en la Argentina). En las dos primeras columnas del cuadro se indica la evolución del PIB real por habitante y de los salarios (en dólares constantes) en la manufactura. La inflación, aunque siguió una curva descendente en ambos países después de la vinculación del tipo de cambio, siguió más alta que en los Estados Unidos. Como la depreciación del tipo de cambio nominal se mantuvo en cifras bajas (cero en la Argentina), el tipo de cambio real tendió a elevarse. Los salarios nominales, aunque aumentaron menos que los precios al consumo en la Argentina -es decir, que los salarios reales bajaron algo- aumentaron considerablemente en dólares. En México los salarios nominales incluso subieron a un ritmo más rápido que los precios al consumo y los salarios en dólares aumentaron más deprisa que el tipo de cambio real.

Cuadro 19

Productividad, empleo y competitividad en las industrias manufactureras de México y la Argentina

(Indices)

Año	PIB real por habitante	Salario real a/	Empleo	Productividad de la mano de obra	Competitividad b/
México (1987 = 100)					
1988	99,2	123,8	100,0	103,2	119,9
1989	100,6	142,2	102,1	109,3	131,3
1990	103,0	156,8	102,2	114,9	136,5
1991	104,7	189,2	100,5	121,5	155,7
1992	105,4	232,1	96,6	129,3	179,5
1993	103,9	266,5	91,8	135,0	197,4
Argentina (1990 = 100)					
1991	107,1	121,5	95,5	117,2	103,7
1992	114,5	138,1	94,6	127,0	108,7
1993	119,4	147,0	91,7	136,9	107,4

Fuente: La del cuadro 18.

a/ Ganancias medias en dólares de la manufactura, deflacionadas con el índice de precios al por mayor de los Estados Unidos.

b/ Costos unitarios del trabajo, en dólares a precios constantes.

Como el índice de los salarios es representativo del movimiento de los precios de los bienes no comercializables, esas tendencias revelaban un desplazamiento muy marcado de los precios relativos a favor de tales bienes y servicios. En el cuadro se demuestra que los salarios reales en dólares en la manufactura subieron en ambos países bastante más que la productividad medida por el PIB real por habitante, lo que llevó al deterioro de la competitividad internacional.

En el cuadro 19 también se puede apreciar en qué medida los aumentos de los salarios en dólares en la manufactura quedaron compensados por el aumento de la productividad. En México la productividad de la mano de obra en la manufactura creció en un 35% entre 1987 y 1993, mientras que el empleo se redujo en alrededor del 8%. En la Argentina se registró el mismo descenso del empleo en la manufactura, con una elevación algo más importante de la productividad de la mano de obra (cerca del 37%); así, pues, el crecimiento anual de la productividad fue del 5% en México (desde 1987) y del 11% en la Argentina (desde 1990). Sin embargo, no fue suficiente para compensar la subida de los costos de la mano de obra en dólares a causa de la apreciación de la moneda; los costos unitarios del trabajo en dólares constantes aumentaron en ambos países, mucho más en México que en la Argentina.

La liberalización del comercio y las reducciones arancelarias, unidas a la apreciación de la moneda, obligó a las empresas manufactureras a buscar medios de mejorar la productividad para poder sobrevivir. Ahora bien, las mejoras no se introdujeron por la vía del aumento de la inversión y de la creación de capacidad (véase la sección D). En la Argentina, donde era floja la inversión en maquinaria y equipo y en estructuras industriales, el recorte de plantillas fue dos veces más rápido que en México y el empleo en la manufactura bajó un 2,8% al año. Con todo, la producción manufacturera aumentó, gracias a la existencia de una considerable capacidad no utilizada; la producción de la manufactura en 1990 era inferior en alrededor del 13% al nivel de 1980 y, a pesar de los impresionantes resultados registrados poco después, en 1993 la producción seguía siendo superior sólo en un 10% a la de 1980. En sí misma, la mejor utilización de la capacidad elevaba la productividad: el mayor aumento de productividad se registró en 1991 (más del 17%), año en que la producción manufacturera subió casi un 12%; posteriormente, la tasa de crecimiento de la productividad quedó reducida a la mitad y siguió bajando hasta finales de 1993 conforme iba bajando el ritmo de la expansión de la producción manufacturera, primero al 7% y después al 4,5%. Las exportaciones de manufacturas no fueron nada impresionantes: mientras la producción del sector aumentaba en casi un 7% al año en el período 1990-1993, las exportaciones de manufacturas (a precios corrientes) subieron un 5,5%. De hecho, en algunos sectores clave, como la industria del automóvil, el crecimiento de la producción se debió casi exclusivamente al aumento de la demanda interna y la mayor productividad fue resultado de una mayor utilización de la capacidad, más bien que de las "mejoras de la eficiencia" inducidas por las exportaciones.

En cambio, en México, donde la pérdida de competitividad fue mayor y el crecimiento de la productividad más lento y más firme, las exportaciones de manufacturas subieron en más del 25% anual en el período 1987-1993, mientras que la producción manufacturera aumentó en menos del 4% anual. Esta

disparidad entre la producción y la exportación parece deberse a un proceso general de no sustitución de las importaciones que frenó la producción manufacturera en conjunto y que coexistió con un aumento de las exportaciones de un reducido número de sectores, en particular el del automóvil y los de montaje de piezas y componentes, como la maquinaria eléctrica y el equipo electrónico. Sin embargo, el éxito de las exportaciones en estos campos reflejaba las cuantiosas inversiones que se hicieron antes del decenio de 1990, más bien que las "mejoras de eficiencia" inducidas por los cambios de política 6/.

3. Ajuste fiscal y fragilidad

En el decenio de 1990 varios países de la América Latina, en particular la Argentina, han desplegado serios esfuerzos para reducir los déficit presupuestarios mediante la introducción de reformas fiscales radicales. En realidad, con la excepción del Brasil, en todas las grandes economías el presupuesto del Estado se ha mantenido en equilibrio o ha arrojado un superávit en los últimos años; incluso en el Brasil, que registra una inflación muy alta en casi todo el período, sólo en 1992 hubo un déficit operacional del sector público no financiero (es decir un déficit del que se excluía la parte nominal de los pagos de intereses). Con todo, la eliminación de la presión exterior también ha contribuido mucho a la consolidación fiscal de varias maneras, sobre todo en México y en la Argentina. Ambos países empezaron el decenio con unos déficit fiscales relativamente elevados; el posterior ajuste fiscal se produjo al mismo tiempo que la gran oleada de entradas de capital y el deterioro de la balanza exterior.

En cambio, Chile y Colombia ya habían logrado el equilibrio fiscal antes de que empezara el decenio, y las entradas de capital han influido mucho menos en sus balanzas fiscales. En ambos países los déficit fiscales disminuyeron en la segunda mitad del decenio de 1980, principalmente a causa del aumento de los ingresos de las exportaciones tradicionales (el cobre en Chile y el café y el petróleo en Colombia). En Colombia los ingresos tributarios también aumentaron como consecuencia de la introducción de un impuesto sobre el valor añadido (IVA). En el decenio de 1990 se ha proseguido el afianzamiento fiscal en Colombia, donde se ha ampliado la base impositiva, mientras que en Chile el Gobierno recién elegido ha reaccionado a las presiones sociales acumuladas durante el anterior régimen militar recaudando nuevos ingresos fiscales para financiar gastos suplementarios, en vez de recurrir a la financiación deficitaria. En Chile aumentó la inversión del sector público en el decenio de 1980, mientras se reducían los déficit. En Colombia se produjo una disminución de la inversión pública, pero esto se debió a la terminación de grandes proyectos energéticos y de infraestructura que se habían iniciado a finales del decenio de 1970. A diferencia de Chile y de la mayoría de los demás países de la región, la privatización no ha desempeñado ningún papel en el ajuste fiscal de Colombia. Hubo un momento en que se ejercieron presiones crecientes para generar un gran superávit fiscal cuando, al impulsar al alza los tipos de interés, la esterilización monetaria llegó a ser contraproducente, pero las autoridades prefirieron, en vez de ello, regular las entradas de capital.

Tanto México como la Argentina recurrieron en grado considerable a la inversión pública para recortar los déficit presupuestarios: Entre 1988 y 1992 la inversión pública representó, por término medio, un 4,7% del PIB en México y un 4,1% en la Argentina (el 2,2% en 1992), aproximadamente la mitad de lo que era a principios del decenio de 1980 7/. Por otra parte, ambos países han iniciado grandes procesos de privatización. En México los ingresos de la venta de activos públicos alcanzaron el 3% del PIB en 1991 y 1992 y se utilizaron principalmente para reducir la deuda acumulada más que para financiar los déficit. En la Argentina, en cambio, se utilizaron principalmente para financiar gastos corrientes: de 1990 a 1993 los ingresos de la privatización ascendieron a 11.000 millones de dólares; constituyeron la totalidad del superávit presupuestario primario en 1991 y más de la mitad en 1992. Además, en ambos países el descenso de las necesidades de endeudamiento del sector público (NESP) se ha debido en una parte importante a la reducción de los pagos de intereses, tanto dentro del país como en el extranjero. En México los pagos internos de intereses bajaron del 13,3% del PIB en 1988 al 3,4% en 1991, y los pagos externos del 3,6 al 2,0% 8/. En la Argentina las reducciones de los pagos de intereses en el extranjero fueron más importantes, aunque también ayudó, a este respecto, la liquidación de una parte considerable de la deuda interna durante los años de alta inflación.

Varios factores contribuyeron a reducir el servicio de la deuda. En primer lugar, los acuerdos Brady proporcionaron algún alivio respecto de la deuda externa. La deuda interna de México también quedó reducida por el producto de las privatizaciones, del 29% del PIB en 1988 al 21% en 1993 9/. En segundo lugar, también ayudó mucho el descenso de los tipos de interés del dólar. En tercer lugar, a diferencia de lo que ocurrió en el decenio de 1980, cuando las depreciaciones de la moneda contribuyeron considerablemente a instaurar un "desorden macroeconómico" aumentando los déficit presupuestarios 10/, las revaluaciones redujeron el valor real en moneda nacional del servicio de la deuda exterior. Por último, el rápido recorte de la inflación dio lugar a una reducción pronunciada de los tipos de interés y de los déficit financieros, en particular en México. La desinflación también contribuyó al ajuste fiscal elevando el valor real de los ingresos fiscales, sobre todo en la Argentina, donde, en un clima de rápida inflación, los retrasos de la recaudación habían reducido continuamente el poder adquisitivo de los ingresos fiscales.

Aun teniendo en cuenta el descenso de la deuda acumulada, México era, en vísperas de la crisis financiera, mucho más vulnerable, desde el punto de vista fiscal, a las devaluaciones, a la aceleración de la inflación y a las subidas del tipo de interés que Colombia y Chile. La posición fiscal de la Argentina también era frágil: el mantenimiento de la paridad del peso con el dólar habría requerido una desinflación considerable de la economía, que habría reducido en grado muy significativo los ingresos fiscales.

El Brasil heredó un gran déficit fiscal acumulado en el decenio de 1980 por las políticas populistas y las incoherencias entre el ajuste externo y el ajuste fiscal. Los intentos de esterilizar las corrientes de capital contribuyeron aún más a los déficit presupuestarios a principios del decenio de 1990 11/. Así, por ejemplo, hasta mediados de 1994, a pesar de una

situación macroeconómica muy diferente, las entradas de capital planteaban la misma clase de problemas para la política fiscal y monetaria en el Brasil que en Chile y Colombia. El Plan Real introdujo reformas tributarias que, junto con el descenso de la inflación y la recuperación de la actividad, generaron importantes aumentos de los ingresos. Aun así, la situación fiscal sigue frágil y se necesitan más reformas.

D. Las corrientes de capital, el ahorro y la inversión

La coincidencia de la consolidación de las balanzas fiscales con el empeoramiento de los saldos exteriores indicó que existía una diferencia creciente entre los ahorros privados y la inversión privada.

Con arreglo a la llamada doctrina Lawson, un déficit de cuenta corriente generado por el endeudamiento del sector privado no es una cuestión que deba preocupar. Esto quizá sea cierto si el endeudamiento se utiliza para financiar la inversión. Sin embargo, en América Latina, el aumento de las corrientes de capital se ha utilizado para el consumo privado. Por este motivo, y contrariamente a las expectativas en que se basaban las reformas estructurales, la reducción del volumen del sector público y la eliminación de los déficit presupuestarios no consiguieron "atraer" las inversiones privadas.

Con arreglo a los datos del FMI correspondientes a una muestra de países latinoamericanos, puede estimarse que la contribución del sector exterior a la acumulación de capital fue negativa durante la segunda mitad del decenio de 1980, cuando estos países estuvieron prácticamente aislados de los mercados de capitales internacionales (véase el cuadro 20). Durante 1990-1992 el saldo fue positivo. Si se comparan los promedios de esos dos períodos, hubo un aumento de los ahorros exteriores correspondiente al 3% del PIB (en los seis países de la muestra), pero la inversión nacional bruta disminuyó un 0,6% del PIB. Por lo tanto, la disminución de los ahorros internos fue tan pronunciada que el aumento de las aportaciones netas de capital no fue suficiente para mantener la tasa de inversiones 12/. De hecho, como indican los datos sobre ahorros del cuadro 21, en América Latina la participación de los ahorros medios en el PIB disminuyó del 23,5 al 19,3% entre 1983-1990 y 1991-1993, mientras que las inversiones se estancaron. Esto contrasta mucho con la experiencia de las NEI de Asia oriental en las que hubo exactamente el mismo cambio en las entradas de capitales durante los dos períodos. En las siete economías que figuran en el cuadro 20, los ahorros exteriores aumentaron el 3% del PIB, mientras que las inversiones subieron un 4%. Dicho con otras palabras y como también puede comprobarse en el cuadro 21, en Asia el aumento de las entradas de capital ha estado relacionado con un aumento de los ahorros interiores y no con una disminución de ellos.

El contraste entre Asia y América Latina en relación con el comportamiento de las inversiones se refleja también en las diferencias en los tipos de entradas de capital. Como puede observarse en el cuadro 21, durante 1991-1993 casi el 70% de las aportaciones totales de capital a las nuevas economías industriales de Asia consistieron en inversiones extranjeras directas, proporción que fue el doble de la de América Latina. Además, gran

parte de la corriente de inversiones extranjeras directas a esta última región consistió en la compra de activos existentes mediante privatizaciones y canjes de deuda por capital social, en lugar de inversiones en nuevas capacidades.

Cuadro 20

Entradas de capital extranjero e inversión interior bruta en ciertos países latinoamericanos y países en desarrollo asiáticos, 1984-1989 y 1990-1992

(En porcentaje del PIB)

Región/país	Balanza de la cuenta de capital a/		Aumento	Inversión interior bruta		Aumento
	1984-1989	1990-1992	(2)-(1)=	1984-1989	1990-1992	(5)-(4)=
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
América Latina						
Colombia	2,0	1,0	-1,0	19,7	17,7	-2,0
Chile	-1,7	5,9	7,6	16,0	20,1	4,1
Perú	-5,3	-0,3	5,0	19,4	16,4	-3,0
Argentina	-1,6	2,2	3,8	18,1	15,1	-3,0
México	-0,4	6,2	6,6	20,1	21,7	1,6
Brasil	-2,3	-0,3	2,0	17,2	15,8	-1,4
Media de seis países	-1,6	1,4	3,0	18,4	17,8	-0,6
Asia						
Indonesia	2,2	5,0	2,8	23,8	25,4	1,6
República de Corea	-2,0	1,3	3,3	28,9	36,3	7,4
Malasia	-0,4	8,7	9,1	26,0	32,8	6,8
Filipinas	-3,8	1,9	5,7	18,3	20,8	2,5
Singapur	5,0	3,3	1,7	38,9	39,0	0,9
Provincia china de Taiwán	0,1	-4,9	-5,0	19,3	22,7	3,4
Tailandia	4,2	11,0	6,8	21,8	28,2	6,4
Media de siete países	0,8	3,8	3,0	25,3	29,3	4,0

Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, basados en datos del FMI y G. A. Calvo, "The management of capital flows: domestic policy and international cooperation", International Monetary and Financial Issues for the 1990s, vol. IV, The International Monetary and Financial System: Developing Country Perspectives (UNCTAD/GID/G24/4), Nueva York, 1994.

a/ Incluidos errores y omisiones.

Cuadro 21

Cifras comparadas del ahorro, la inversión y la inversión extranjera directa en las nuevas economías industrializadas asiáticas y en América Latina a/

	1975-1982	1983-1990	1991-1993
Ahorro (porcentaje del PIB)			
Asia	28,1	30,8	33,1
América Latina	22,9	23,5	19,3
Inversión bruta (porcentaje del PIB)			
Asia	28,1	29,3	34,6
América Latina	23,5	19,8	20,0
Corriente neta de IED (miles de millones de dólares por año)			
Asia b/	2,1	8,3	37,9 c/
América Latina	4,4	5,9	16,5 c/
IED neta en porcentaje de todas las entradas de capital			
Asia b/	16,7	50,6	69,0 c/
América Latina	19,8	98,0	34,9 c/

Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, basados en P. Turner, "Capital flows in Latin America: A new phase", BIS Economic Papers, Nº 44, mayo de 1995, cuadros 1 y 4 a 6.

a/ Los datos se refieren a diez países de la América Latina (la Argentina, Bolivia, el Brasil, Chile, Colombia, el Ecuador, México, el Perú, el Uruguay y Venezuela) y siete países de Asia (Hong Kong, Indonesia, Malasia, la Provincia china de Taiwán, la República de Corea, Singapur y Tailandia).

b/ Excluido Hong Kong.

c/ 1991-1994.

Hubo también diferencias importantes entre los países de América Latina con respecto a la relación entre las entradas de capital y las inversiones (véase el cuadro 20). En Chile hubo un aumento relativamente grande de la tasa de inversión en 1990-1992, comparada con la de 1984-1989, aunque la diferencia fue menor que la de la cuenta de capital puesto que sólo la mitad del aumento de entradas de capital se tradujo en nuevas inversiones. En el otro extremo del espectro figuraron el Perú y Argentina, donde las inversiones disminuyeron el 3% del PIB a pesar de un gran aumento de las entradas netas de capital. En México hubo algún aumento de las inversiones, pero los cambios fueron menores que en la cuenta de capital: más de tres cuartas partes del aumento de las entradas netas de capital se utilizaron

para el consumo. El Brasil, a pesar del aumento de los ahorros exteriores, experimentó también una disminución de las inversiones durante la profunda y prolongada recesión ocurrida a principios del decenio de 1990.

Un análisis de las contribuciones de los distintos componentes de la demanda al crecimiento del PIB demuestra también que el crecimiento de la demanda en América Latina en el decenio de 1990 ha sido impulsado por el consumo privado y no por las inversiones y las exportaciones (véase el cuadro 22). La contribución de los gastos en inversiones al crecimiento del PIB no superó en ninguno de los cinco países la contribución del consumo privado. Por ejemplo, en Argentina y México el aumento de los gastos de consumo contribuyó al crecimiento de la demanda el doble que las inversiones brutas.

Cuadro 22

Componentes del crecimiento del PIB entre 1991 y 1993 en los principales países latinoamericanos

(Variación porcentual del volumen) a/

País	Consumo		Inversión fija bruta	Exportaciones netas	PIB
	Privado	Público			
Colombia	1,7	1,0	1,6	-0,9	3,4
Chile	3,2	0,4	2,3	1,1	7,0
Argentina	7,3 b/	..	3,8	-3,2	7,9
México	2,2	0,3	1,2	-1,4	2,3
Brasil	1,0 b/	..	0,0	0,6	1,6

Fuente: La misma que la del cuadro 17.

a/ Media anual.

b/ Incluido el consumo del sector público.

El incremento del consumo privado fue un rasgo importante de los programas de estabilización rápida basados en la apreciación de la divisa, y no es de extrañar que el consumo aumentara más en el país donde la estabilización fue más rápida (es decir, en Argentina). Esta relación, que se hizo evidente también durante los episodios del "cruzado" y el "austral" en el Brasil y la Argentina a mediados de 1980, respectivamente, y más recientemente con el plan del real en el Brasil, se debe a la eliminación instantánea de la tasa sobre la inflación y a la remonetización de la economía. El crecimiento rápido de las importaciones se debió en parte al crecimiento de la demanda. Sin embargo, la causa principal fue el efecto

combinado de la revalorización de la divisa y la reducción de los aranceles, especialmente en Argentina y México, donde las exportaciones netas aportaron una gran contribución negativa al crecimiento (véase el cuadro 22).

Es evidente que la producción no puede sostenerse únicamente sobre la base del consumo; hay que ampliar también la capacidad para que la producción continúe aumentando. Las relaciones que figuran en el cuadro 23 entre la inversión bruta en capital fijo y el PIB a precios constantes ofrecen una indicación de las adiciones anuales al capital nacional. Estas tasas reflejan no solamente la proporción del PIB corriente gastado en acumulación de capital, sino también los cambios de los precios de los bienes de capital en relación con los precios de los bienes y servicios que forman el PIB; son estos precios relativos los que determinan hasta qué punto los gastos de inversión contribuyen a la capacidad productiva. La parte de las inversiones correspondiente a las importaciones suele ser considerable en los países en desarrollo, por lo que los precios relativos de los bienes de capital están muy influidos por las fluctuaciones de los tipos reales de cambio y por los aranceles. A consecuencia de estos cambios los precios relativos presentaron una tendencia al aumento en el decenio de 1980 y, con posterioridad, una tendencia a la disminución. En el decenio de 1990 la disminución ha sido especialmente pronunciada en Colombia, Argentina y México, lo que ha contribuido a aumentar la cantidad de inversiones reales que pueden financiarse con una cantidad dada de ahorros, y ha compensado en parte la disminución de la proporción del PIB gastado en bienes de capital 13/. Sin embargo, a pesar de la disminución de los precios relativos de los bienes de capital, las tasas reales de inversión del decenio de 1990 no han sido convincentes. En Colombia y Chile estas tasas han vuelto a sus niveles históricos. En México, Argentina y el Brasil no son muy superiores a las del decenio de 1980, cuando hubo una sangría de los ahorros para el servicio de la deuda exterior.

Cuadro 23

Tasas de inversión en los principales países latinoamericanos, 1970-1993

(Porcentaje del PIB a precios constantes de 1980)

País	1970	1980	1982	1985	1989	1990	1991	1992	1993
Colombia	19,8	19,1	22,0	16,7	15,6	14,9	13,3	17,9	21,7
Chile	17,8	21.0	12,6	13,9	20,0	18,8	17,4	19,5	20,8
México	22,2	27,2	21,8	18,3	17,8	18,9	19,6	21,8	21,0
Argentina	23,8	25,1	19,2	16,0	14,8	13,3	15,3	18,5	19,8
Brasil	20,7	23,3	19,1	18,3	16,0	14,9	14,4	13,2	13,9

Fuente: La misma del cuadro 18.

No todos los componentes de la inversión han seguido este comportamiento medio. En 1992 el PIB de un grupo de siete países de América Latina fue un 21% superior al de 1981 (el máximo anterior), pero las inversiones totales continuaron siendo inferiores en 8,2%. Sin embargo, la inversión en construcción residencial fue el 27,4% superior, mientras que en maquinaria y equipo fue el 10,6% inferior y en construcción no residencial el 24,2% inferior (véase el cuadro 24). Además, los datos de las contabilidades nacionales indican que las inversiones en infraestructura fueron incluso más débiles que las del conjunto de la construcción no residencial.
En definitiva, la recuperación de las inversiones a principios del decenio de 1990 se centró principalmente en el sector de la construcción residencial, que no agrega capacidad para producir bienes comercializables.

Cuadro 24

PIB real e inversión fija bruta en América Latina a/, 1985-1992

(Indices, 1981 = 100) b/

	1985	1989	1990	1991	1992
PIB	103,9	114,2	114,8	118,4	121,2
Inversiones en:					
Maquinaria y equipo	67,4	74,4	76,2	82,1	89,4
Construcción, salvo la de viviendas	77,3	81,9	76,0	73,7	75,8
Construcción de viviendas	94,3	105,4	108,5	116,2	127,4

Fuente: A. Hofman, "Capital stock estimates in Latin America", Cambridge Journal of Economics (próximo número).

a/ Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México y Venezuela.

b/ A partir de datos a precios constantes de 1980.

En el mismo grupo de países, la parte de la inversión neta en el PIB bajó del 11,5% en 1980 a sólo 4,6% en 1992, sin tener en cuenta la depreciación adicional del capital nacional en los sectores comercializables, especialmente el de la maquinaria y equipo, debida a la liberalización comercial 14/. De modo semejante, la inversión neta en maquinaria y equipo disminuyó pasando del 2,6% del PIB en 1980 al 0,4% en 1992, y las cifras correspondientes a la construcción no residencial bajaron desde el 5,8% a un simple 1,7%. Por otra parte, la inversión neta en construcción residencial, como proporción de PIB, continuó aproximadamente igual.

Hasta 1992 Argentina registró la menor tasa de inversión de los países de los que hay datos disponibles: la mayor parte de la recuperación de la inversión a principios del decenio de 1990 se ha debido a las empresas de reciente privatización, que trabajan principalmente en servicios y otros sectores no comercializables y, sin embargo, en 1990 la inversión neta de los tres componentes de la inversión fue negativa o próxima a cero. La inversión neta en México, que alcanzó un máximo del 11,9% del PIB en 1980 fue disminuyendo durante la mayor parte del decenio de 1980 hasta llegar al 3,2% en 1987 y luego empezó a recuperarse hasta alcanzar el 6,2% en 1992; sin embargo, en aquel año, la mayor parte de la inversión se hizo en construcción residencial, mientras que las inversiones netas en maquinaria y equipo absorbieron sólo el 2% del PIB y no hubo inversión neta en construcción residencial. En el Brasil la construcción neta alcanzó el 16,4% del PIB en 1975 (casi el doble del nivel de la mayor parte de países de la región y casi una tercera parte más que en México), pero descendió hasta el 4,3% en 1992. La caída fue especialmente pronunciada en el sector de la maquinaria y equipo (del 4,3% del PIB a -1%) y en el de la construcción no residencial, donde hubo una disminución de cuantía semejante; sin embargo, el descenso en el sector de la construcción residencial fue mucho más moderado. En cambio, en Chile la maquinaria y el equipo impulsó la recuperación de las inversiones después de la crisis de la deuda, seguido por el sector de la construcción no residencial y finalmente por la construcción residencial; las inversiones netas totales, después de bajar del 4,8% del PIB al 0,6% de 1980 a 1983, aumentaron hasta el 6,4% en 1992.

La combinación de una recuperación vigorosa de las inversiones residenciales con una debilidad continuada de las inversiones en maquinaria, equipo e infraestructura no es una buena receta para conseguir que las inversiones privadas de financiación nacional en bienes y servicios comercializables sean el nuevo motor del crecimiento en América Latina. Pero esta combinación no fue casual, sino el resultado de las políticas adoptadas. Los mismos factores que atrajeron capital líquido -a saber la revaloración de las divisas, los elevados tipos de interés y las privatizaciones baratas- también desanimaron las inversiones a largo plazo, especialmente en los sectores y bienes comercializados.

Otro impedimento importante a la inversión ha sido una creciente incertidumbre sobre el entorno económico, herencia de la crisis de la deuda de 1980 que causó un período prolongado de inestabilidad macroeconómica y mutaciones duraderas en el nivel microeconómico perjudiciales para la inversión y el crecimiento. Las señales de los precios se hicieron confusas debido a la inflación rápida, a las fluctuaciones de la tasa de inflación y a que algunos precios relativos esenciales, en especial el tipo real de cambio y los salarios reales, sufrieron oscilaciones grandes y repentinas. Además, el conjunto de la actividad económica también fluctuó mucho a consecuencia de conmociones externas y políticas. Estos factores produjeron también cambios frecuentes y abruptos en la liquidez y en la situación financiera de empresas y familias; fueron especialmente importantes las transferencias de dinero inducidas por las maxidevaluaciones inesperadas y por las tasas aceleradas de inflación.

Las políticas aplicadas después de la crisis de la deuda consiguieron reducir la inflación, pero han socavado por sí mismas las inversiones a largo plazo al crear condiciones que favorecen los fondos de inversión en activos financieros líquidos en lugar de invertir en activos físicos para el sector productivo. Las oscilaciones pronunciadas de los tipos de interés y de los precios de los activos no solamente han creado grandes oportunidades para conseguir beneficios comprando y vendiendo activos existentes sino que también han acortado el horizonte de planificación de las empresas, especialmente en bienes comercializables, al generar incertidumbres sobre los movimientos a largo plazo de los precios relativos, los cuales determinan el rendimiento de las inversiones, especialmente los tipos de interés real y los tipos de cambio real; por lo tanto, han aumentado mucho la preferencia por los activos líquidos y la ventaja de mantener abiertas las "opciones" de inversión. Dicho con otras palabras, las oportunidades de conseguir beneficios a corto plazo con operaciones financieras y el riesgo creciente planteado por los flujos de tesorería futuros han deprimido gravemente las inversiones a largo plazo, los activos no líquidos del sector manufacturero, incluida la maquinaria y equipo y las estructuras comerciales 15/. En cambio, las inversiones en construcción residencial cuya liquidez es mucho mayor, porque existen mercados inmobiliarios bien organizados, han aumentado rápidamente a consecuencia de un auge especulativo facilitado también por un acceso más fácil al crédito.

Por último, el sector público ha estado invirtiendo muy poco, en general, en la infraestructura necesaria para desarrollar las nuevas actividades comercializables que exige la nueva estructura de las ventajas comparativas. Como señaló también el Banco Mundial, las inversiones en infraestructura estuvieron muy abandonadas durante la mayor parte del decenio de 1980 y han continuado en este estado. Se estima que América Latina necesitará inversiones anuales en infraestructura en los próximos cinco años equivalentes a un 4% del PIB 16/. En el Brasil y Argentina el valor de estas inversiones es solamente la mitad, incluidas las inversiones de financiación privada 17/. Como es evidente, todo esto no constituye un buen augurio para los resultados económicos a largo plazo de América Latina 18/.

E. Perspectivas

La exposición anterior demuestra que las consecuencias para la estabilidad macroeconómica del cambio rápido en la dirección de las corrientes financieras y de la emergencia de limitaciones externas varían mucho entre los países de la región. Las tres economías más importantes, que aportan casi las tres cuartas partes de la producción regional, se enfrentan todas ellas con problemas de ajuste graves. Sin embargo, no siempre son idénticos el tipo de ajuste necesario, los compromisos posibles y las opciones políticas.

Argentina y México tuvieron que iniciar un proceso considerable de ajuste externo: la cuestión es saber si podrán tener éxito sin alimentar de nuevo la inflación o sin hundirse en una recesión profunda y prolongada. La importante devaluación de la divisa mexicana facilita el ajuste de la balanza de pagos, pero pone en peligro la estabilidad de los precios.

En cambio la cuestión principal que se plantea a Argentina es cuánto desempleo se necesitará para mejorar la competitividad, puesto que se ha renunciado a aplicar el instrumento de política normalmente más eficaz a este fin, a saber el tipo de cambio, y también habrá que decidir si este nivel de desempleo será políticamente aceptable.

El problema inmediato después de la devaluación de diciembre de 1994 en México era la estabilización de las reservas y del peso. Estos objetivos se cumplieron gracias a un conjunto de medidas de rescate internacionales sin precedentes y a las medidas monetarias adoptadas, mientras que el peso caía a menos de la mitad de su valor anterior. El hecho de que los precios de las acciones, el rendimiento de la deuda nacional y el tipo de cambio del peso se hayan estabilizado y que se haya conseguido un superávit comercial en el primer trimestre de 1995 ha inducido a los círculos oficiales de México y del exterior a considerar prácticamente solventada la crisis. Sin embargo, las proyecciones actuales para 1995 prevén que la producción disminuirá un 5%; esta disminución es superior a la registrada después de la crisis de la deuda de 1982. Si bien el sector manufacturero está trabajando actualmente a un 40% de su capacidad, puede esperarse que la inflación llegue al 70% 19/. El crecimiento de las exportaciones ha sido muy vigoroso pero gran parte de este crecimiento se debe a plantas de montaje con gran utilización de las importaciones que están poco vinculadas retroactivamente con el resto de la economía; el aumento de las exportaciones está relacionado con un descenso del nivel de la producción industrial 20/, y las importaciones han disminuido, a pesar de la pronunciada contracción de la actividad económica y de la devaluación del peso. Por este motivo, y también a causa de la menor actividad económica en los Estados Unidos, es muy poco probable que la reducción prevista del déficit de cuenta corriente desde 25.000 millones a 2.000 millones de dólares se consiga sin una reducción importante de las importaciones.

La gran acumulación de deudas en dólares o con su valor nominal en dólares contraídas por las familias y por las sociedades financieras y no financieras durante los últimos años ha agravado mucho las consecuencias deflacionistas de la devaluación. El aumento del valor en pesos de estas obligaciones, la disminución pronunciada de los precios de los activos, incluidas las acciones y los bienes inmobiliarios, y la multiplicación por cuatro de los tipos de interés podrían causar un proceso de deflación recesionista de la deuda tan grave como el experimentado por los Estados Unidos y el Japón a fines del decenio de 1980 y principios del siguiente. De hecho los créditos dudosos del sistema bancario han aumentado rápidamente, siendo el 25% de ellos préstamos hipotecarios. Existe el peligro auténtico de una crisis de la deuda del sector privado y de quiebras generalizadas de los bancos; a principios de año el Gobierno consiguió una línea crediticia de 3.200 millones de dólares del Banco Mundial y de 2.000 millones de dólares del Banco Interamericano de Desarrollo para superar posibles problemas bancarios. Ya en junio de 1995 el Gobierno se hizo cargo de uno de los bancos más importantes. Como se dijo en los informes sobre el Comercio y el Desarrollo de 1992 y de 1993, este proceso tiende a imponer recortes radicales en los gastos y perjudica la capacidad y la buena disposición de los bancos para conceder créditos lo que prolonga la recesión hasta que se recuperan los balances generales.

En los Estados Unidos la expansión monetaria y la reducción de los tipos de interés facilitó mucho superar la deflación de la deuda. Sin embargo, México se enfrenta se enfrenta no solamente con un ajuste de su balanza comercial sino también con un ajuste externo, y por consiguiente se espera que la política monetaria continúe siendo muy estricta hasta que se haya podido controlar la inflación y la confianza se recupere. Como se ha señalado, el rápido aumento de la inflación y de los tipos nominales y reales de interés agravará considerablemente la carga de intereses que la deuda nacional impone al Gobierno. Los rendimientos de los tesebonos (valores del Estado cuyo índice es el dólar y que detentan principalmente no residentes) subió de repente 20% a principios de año. Se espera que en 1995 la caída del peso obligue a realizar pagos adicionales por los intereses de la deuda externa equivalentes al 1,4% del PIB 21/. De enero a marzo de 1995 los pagos de intereses del sector público no financiero crecieron en términos reales (es decir, después de aplicar la deflación con arreglo al índice de precios al consumidor) hasta un 44,5%, en comparación con el mismo trimestre de 1994 22/. Los ingresos fiscales también descendieron un 13% en el primer trimestre. El Gobierno está intentando no solamente compensar los déficit presupuestarios causados por la "estanflación", sino también generar los ahorros necesarios para colmar el actual déficit de cuenta; por ello, ha subido el 50% la tasa del IVA, ha aumentado los precios de los bienes y servicios públicos y ha anunciado un plan para reducir un 10% los gastos públicos. Habida cuenta de que existen ya intensas influencias contraccionistas debidas a la deflación de la deuda, las políticas monetarias y fiscales muy restrictivas que se han impuesto podrían perfectamente provocar efectos deflacionistas excesivos (suponiendo que no los hayan provocado ya).

La contracción de la actividad económica también depende de los resultados que se consigan con la inflación. Los tipos de interés elevados al sumarse a los costos pueden hacer difícil que se reduzca la inflación. Por otra parte, si aparece una tendencia a la espiral de salarios y precios, la recesión puede acabar siendo más profunda y prolongada al intentar el Gobierno superarla reduciendo todavía más la demanda. Por este motivo se ha intentado conseguir otro "pacto"; pero no es fácil pedir más sacrificios después de tantos años de "ajuste" basado en los despidos, especialmente a las personas que no obtuvieron ningún beneficio del anterior auge económico. Sin embargo, el éxito puede acarrear nuevas tentaciones de repetir la historia. La credibilidad de una política depende, más que nunca, del voto de confianza de los mercados financieros, consistente en la recuperación de los precios de los activos y en una estabilidad prolongada del peso; es decir, que depende de la restauración de las corrientes de capital. No puede negarse la posibilidad de que esto suceda, porque la actual situación de precios muy bajos, en dólares, por activos físicos que van desde hoteles hasta bancos, desde "cadenas de comida rápida, tiendas de ropa y tiendas de vídeo" hasta inmuebles ofrece de nuevo oportunidades muy atractivas para conseguir ganancias rápidas 23/. Si el tipo de cambio puede mantenerse al nivel deseado de 6 a 6,5 pesos por dólar y la inflación es del 70%, el tipo real de cambio habrá vuelto a su anterior nivel al cabo de un año. Si los tipos de intereses siguen la tasa de inflación habrá considerables oportunidades de obtener beneficios en el mercado de los fondos líquidos, especialmente porque las perspectivas indican tipos de intereses inferiores

en los Estados Unidos. Cuanto mejor consiga el Gobierno estabilizar el peso y ganarse la confianza de los mercados financieros, más oportunidades habrá de conseguir beneficios a corto plazo. En estas circunstancias la economía puede dispararse de nuevo a no ser que se introduzcan controles para limitar las entradas de capital.

Aunque se apliquen los ajustes necesarios de modo ordenado combinando la reducción de las importaciones con la expansión de las exportaciones y se pueda controlar la inflación, la cuestión es reanudar el crecimiento sin tropezar de nuevo con las limitaciones de los pagos y desencadenar la inflación con devaluaciones sucesivas. Como es lógico, el logro de este objetivo depende del nivel de las entradas de capital que puedan sostenerse a mediano plazo. Pero también depende esencialmente de la capacidad de la industria de sostener una expansión de las exportaciones que pueda compensar el aumento inevitable de las importaciones; no tiene casi sentido aplicar medidas de política comercial para limitar las importaciones. No será posible una expansión sostenida de las exportaciones sin un aumento importante de las inversiones.

La situación también plantea problemas difíciles para la formulación de la política económica en Argentina. Durante el primer trimestre de 1995 se consiguió un superávit comercial porque los precios de los productos básicos de exportación fueron más altos y las exportaciones al Brasil aumentaron de modo considerable; durante este período casi una mitad de las exportaciones de Argentina se dirigieron al Brasil. Sin embargo, no se espera que el PIB aumente en 1995, después de haber conseguido un crecimiento impresionante de 6% tanto en 1993 como en 1994. La inflación, que había descendido a menos del 4% en 1994, se aceleró en los primeros meses de 1995. Su evolución futura dependerá del grado de restricción de la política aplicada; la inflación será más baja cuanto mayor sea la contracción de la economía.

Como en México, el Gobierno está intentando conseguir los ahorros necesarios para colmar el déficit por cuenta corriente, pero existen dificultades. Según el Ministerio de Finanzas, los efectos fiscales negativos en el país de la crisis financiera de México sumaron 4.550 millones de dólares (un 1,8% del PIB), a saber, 3.750 millones de dólares por pérdidas de ingresos fiscales previstos, 500 millones de dólares por el aumento de los tipos de interés y 300 millones de dólares por ingresos perdidos en la privatización 24/. Al contraerse la economía, los ingresos conseguidos con el IVA en abril de 1995 fueron inferiores en 11% a los del mismo mes de 1994, a pesar de haber aumentado los tipos impositivos, y los ingresos fiscales disminuyeron en todos los meses excepto en febrero. El Gobierno considera difícil cumplir el objetivo fiscal acordado con el FMI (un superávit de 4.400 millones de dólares).

Además, el sistema bancario se enfrenta con algunos problemas. El sector financiero es siempre el elemento más frágil de un ajuste deflacionista y Argentina no es una excepción al respecto. Hubo retirada de depósitos bancarios en la primera mitad del año, y el Gobierno introdujo garantías para los depósitos a fin de restaurar la confianza, maniobra que se interpretó generalmente como una renuncia a la filosofía de libre mercado. Sin embargo, los depósitos en dólares, especialmente los de plazo fijo, continuaron

disminuyendo. Además, el fondo de seguro de los depósitos no parece que tenga suficiente volumen para poder pagar todas las reclamaciones si se produce otra estampida. Según el Presidente del Banco Central, en la primera mitad del presente año "entre el 25 y el 30% de los depósitos del país estaban en bancos insolventes" 25/. El Gobierno ha conseguido 1.000 millones de dólares del Banco Mundial y del Banco Interamericano de Desarrollo, y una línea crediticia de 1.000 millones de dólares del BPI (garantizados por acciones públicas en la compañía de petróleos YPC) a fin de superar la insolvencia bancaria. Se espera que las dificultades actuales provoquen un movimiento general de fusiones y cierres antes de fines de año; a pesar de ello, no puede excluirse totalmente una crisis bancaria grave.

Si no puede recuperarse la confianza y los depósitos no vuelven al sistema bancario, el mantenimiento de la paridad exigirá una mayor restricción de la política monetaria y otra elevación de los tipos de interés. Esto podría perfectamente provocar efectos deflacionistas excesivos con sus correspondientes consecuencias sociales y políticas. En cambio, un retorno masivo de los depósitos a los bancos permitiría reducir el ritmo del ajuste exterior; pero la competitividad podría continuar siendo insuficiente para evitar futuras crisis de confianza.

En definitiva, Argentina, con su tipo de cambio fijo, se enfrenta con algunos dilemas políticos en la aplicación del ajuste exterior. Habida cuenta de la importancia de su comercio con el Brasil, sería muy conveniente que el real continuara apreciándose pero, como ya se ha indicado, ésta no es una opción viable para el Brasil. Por lo tanto, el único medio para recuperar la competitividad de las exportaciones es una reducción de los salarios nominales y de los precios de los bienes no comercializables o un aumento de la productividad impulsado por las inversiones. No es imaginable una deflación nominal de precios y salarios rápida e importante y, en todo caso, si se produjera causaría graves dificultades financieras a empresas y bancos. Tampoco hay muchas perspectivas de que aumente la inversión en bienes comercializables sin un mejoramiento del tipo real de cambio y una caída de los tipos de interés, cuyo nivel actual es de más del 20%.

Por lo tanto, la carga del ajuste recaerá finalmente en las importaciones. El Gobierno ha decidido aumentar un 15% los aranceles de los artículos que no están incluidos en MERCOSUR, pero los efectos de esta medida serán limitados. No es posible un aumento más generalizado de los aranceles; además esto se contradeciría directamente con la filosofía básica de libre mercado adoptada por el Gobierno, y podría provocar la pérdida de confianza. En consecuencia, la reducción de las importaciones deberá conseguirse esencialmente reduciendo la demanda interna. Habida cuenta de la magnitud y la rapidez del ajuste necesario y de la respuesta débil de las importaciones a la reducción de la demanda, podría iniciarse una recesión profunda y prolongada. Si bien el apoyo financiero externo al ajuste es actualmente mucho mayor, este ajuste podría ser tan doloroso como el del decenio de 1980.

Por otra parte, la devaluación que el país podría verse obligado a imponer por la acción de los mercados si resultara políticamente intolerable reducir tanto la demanda, no constituiría necesariamente un camino de salida

fácil, como ha demostrado el ejemplo de México. La mayoría de los créditos contraídos en el decenio de 1990, incluidos los préstamos a los consumidores y las hipotecas, están en dólares o están relacionados con el dólar, por lo que la devaluación crearía graves problemas de exceso de endeudamiento. Los riesgos del tipo de cambio que los bancos han pasado a los prestatarios podrían rebotar y volver a los mismos bancos en forma de riesgo de crédito, lo que pondría en peligro la solvencia del sistema bancario que ya está amenazada. Además, la economía está indizada efectivamente con el dólar, por lo que la devaluación provocaría probablemente el aumento paralelo de precios y salarios, lo que quizá desencadenaría otra hiperinflación.

En resumen, el problema consiste ahora en restaurar el equilibrio exterior y tener un tipo de cambio competitivo, evitando al mismo tiempo una inflación desbocada; esto sólo se ha evitado sacrificando de entrada el equilibrio externo y un tipo de cambio competitivo. La estabilización a partir de una situación de inflación elevada exige generalmente utilizar el tipo nominal de cambio como ancla para las expectativas inflacionistas, las decisiones sobre precios y la fijación de salarios, lo que provoca la apreciación de la divisa. El problema principal es conseguir una transición rápida y suave hacia un régimen de tipos de cambio reales estable y sostenible a fin de recuperar la competitividad sin desencadenar de nuevo la inflación y sin perturbar la estabilidad de los precios. Israel y Bolivia, por ejemplo, han conseguido realizar esta transición con mayor o menor éxito. México y Argentina no lo consiguieron, en gran parte porque aprovecharon las entradas de capital para aumentar rápidamente la absorción mientras procedían a la desinflación de la economía; estas políticas heterodoxas de estabilización intentaban únicamente evitar las pérdidas importantes de producción y de beneficios sociales durante la desinflación.

El Brasil se enfrenta también con este desafío. En la segunda mitad de 1994 había indicaciones de que la economía seguía más o menos el mismo curso que México y Argentina. La moneda estaba fija en valor nominal con el apoyo ocasional de la intervención oficial. Se prestó poca atención a la rápida revaluación de la moneda y al empeoramiento de la balanza exterior en la segunda mitad de 1994, porque las presiones procedentes del sector real de la economía no parecían muy amenazadoras. El plan del <u>real</u> había provocado una impresionante expansión de la demanda que permitió a las empresas aumentar la producción y las ventas a pesar del aumento rápido de las importaciones alimentado por la apreciación de la moneda y por reducciones arancelarias. Además, el aumento de las importaciones se consideró positivo porque ayudaba a disminuir las presiones de la demanda en los precios. La balanza comercial empezó a presentar un déficit a fines de año, pero las reservas se mantenían altas y se esperaba que el auge de las importaciones se debilitaría en un futuro próximo. Además, había dificultades políticas para proceder a la consolidación fiscal y a la desindización.

El panorama cambió repentinamente al estallar la crisis de México. La cuenta de capital se hizo negativa precisamente cuando el déficit comercial estaba aumentando rápidamente por el continuo aumento de las importaciones. Parece ser que la nueva administración quiso responder aplicando un cambio importante de política, más atento al tipo real de cambio y a la balanza comercial. Se anunció en primer lugar, a principios de marzo,

que las intervenciones del Banco Central se llevarían a cabo dentro de una banda de flotación, con un límite superior fijo y un límite inferior que disminuiría progresivamente. Siguió a este anuncio un gran aumento de la demanda de dólares. El Banco Central sostuvo el tipo de cambio cerca del límite inferior anunciado y se frenó este movimiento especulativo contra la moneda del país con un nuevo cambio de normas. Al final se adoptó una política de tipo de cambio consistente en una banda de flotación con límites inferiores y superiores fijos. El resultado fue una devaluación del 10% del tipo nominal de cambio. A fines de junio de 1995, cuando el dólar se cotizaba a 92,5 centavos (justo por debajo del límite superior de la banda de 88 a 93 centavos), el Gobierno preparó el camino para otra devaluación al ceder a las presiones del mercado y permitir que el real fluctuara entre 91 y 99 centavos. Sin embargo, la moneda continúa situada un 25% más alta en términos reales de lo que estaba cuando se introdujo en 1994.

En segundo lugar, parece que el Gobierno ha dado marcha atrás en su política de liberalización comercial rápida y, de hecho, ha empezado a utilizar medidas comerciales para limitar las importaciones. En febrero de 1995 aumentó en más de la mitad el arancel que grava los coches importados. A fines de marzo se aplicó un aumento adicional de 70% a las importaciones de 100 artículos no comprendidos en MERCOSUR, principalmente automóviles y bienes duraderos de consumo. También se introdujeron depósitos de 20% para las importaciones y se prohibió a los importadores pagar las importaciones con dólares prestados. Cuando aumentó el déficit comercial en mayo se adoptó la decisión de aplicar cuotas a las importaciones de automóviles.

Por último, se han hecho intentos para frenar la economía a fin de reducir las presiones inflacionistas y detener el empeoramiento de la balanza comercial. El crecimiento del PIB en el primer trimestre se sitúa en una tasa del 9,9%, pero para el conjunto de 1995 se espera que sea del 5 al 6%. Han aumentado considerablemente los tipos de interés, especialmente los de los créditos para el consumo. Se han rebajado también selectivamente los aranceles de artículos de consumo básico, entre ellos, comida, ropa y otros bienes salariales a fin de reducir las presiones en los precios y de evitar nuevos incrementos de salarios.

Hasta el momento los resultados son inciertos. Desde principios de 1995 ha habido déficit comercial cada mes (debido últimamente a un incremento pronunciado de las importaciones porque se esperaba que se limitarían las importaciones mediante devaluaciones y otras medidas comerciales) y las reservas han bajado unos 10.000 millones de dólares desde el nivel de fines de 1994. Sin embargo, las exportaciones han presentado en los últimos tiempos un considerable dinamismo y la inflación se ha reducido a menos del 2% por mes. A pesar de ello, los tipos de interés real, que son muy elevados (más del 30% anual), pueden ahogar a la industria si se mantienen durante mucho tiempo. Habrá que introducir rápidamente medidas fiscales para aliviar la carga que soporta la política monetaria. La nueva situación de los mercados financieros internacionales afectó a la economía brasileña en una situación especialmente vulnerable: las cuentas exteriores resultaron insostenibles en los primeros meses de la nueva administración, cuando el programa de estabilización estaba todavía en su etapa inicial y precisaba

para consolidarse nuevas medidas severas. Pero el Gobierno también aportó un mayor realismo a la formulación de políticas antes de que fuera demasiado tarde.

El Brasil podrá mantener la estabilidad y el crecimiento a pesar de las desfavorables condiciones financieras externas si consigue explotar las ventajas de su "retraso" en la aplicación de las "reformas de ajuste estructural". En primer lugar y habida cuenta de los parámetros en que se mueve la política económica en distintos países, el Brasil tiene mayores posibilidades que los demás países importantes de la región de utilizar las medidas comerciales para enfrentarse con los equilibrios externos e internos; como ya se ha señalado, estas medidas se han utilizado ya selectivamente para frenar las importaciones y reducir las presiones inflacionistas. En segundo lugar, su economía no está dolarizada, es decir que las evaluaciones no tendrían los mismos efectos financieros que en México y Argentina. En tercer lugar, existe en el país un margen considerable para una privatización que ayude a reducir los déficit de Estado y la deuda, factores que constituyen el talón de Aquiles de su programa de estabilización.

La evolución de estas tres economías grandes tendrá consecuencias importantes para las economías más pequeñas de la región: no solamente para países con grandes déficit por cuenta corriente y, por lo tanto, con problemas semejantes de un posible ajuste (por ejemplo, el Perú), sino también para otros países en situaciones más cómodas (el caso de Chile y Colombia). Esto no se debe únicamente al conocido efecto de contagio, sino también a la creciente interdependencia que ha aportado a los países el comercio intrarregional. Una consecuencia de esta creciente interdependencia es que los cambios de las pautas regionales de los tipos de cambio contribuyen más ahora a redistribuir los impulsos de crecimiento entre los países. Por ejemplo, un factor importante en el crecimiento de las exportaciones de Chile a la región durante el decenio de 1990 fue que su moneda se había apreciado menos que las demás. Las pautas regionales de los tipos de cambio están cambiando de nuevo rápidamente. Si se compara la situación con la de hace un año, México ha depreciado su moneda y Argentina ha apreciado la suya en relación con casi todas las demás economías latinoamericanas (la única excepción es que el peso argentino bajó ante el real brasileño). Sin embargo, los mercados de México y de Argentina se contraerán, y el efecto neto en las demás economías será ciertamente negativo.

La apreciación del real y el crecimiento rápido del Brasil después de julio de 1994 han ayudado también a sus socios de MERCOSUR. Las exportaciones de Uruguay al Brasil, su socio comercial más importante en esta agrupación, se duplicaron en los primeros meses de 1995, lo que disminuyó mucho su déficit comercial bilateral. Es comprensible que la reciente devaluación del real haya causado una considerable preocupación en Uruguay, y también en Argentina.

A medida que los países intentan reducir sus déficit comerciales para que alcancen niveles sostenibles mediante intervenciones en el tipo de cambio o en la política comercial aparecen tensiones en las relaciones comerciales regionales y también en MERCOSUR: por ejemplo, aunque Argentina aporta sólo

una fracción de las importaciones totales de automóviles que llegan al Brasil, las restricciones brasileñas a la importación de automóviles constituyen un motivo de fricción con aquel país. Una importante publicación periódica de negocios sobre América Latina ha calificado estos hechos de "vuelta a la política de empobrecer al vecino" 26/

F. Conclusiones

La nueva situación de 1995 significa que en las economías latinoamericanas mayores vuelven a ser importantes las limitaciones que los ahorros y los tipos de cambio imponen al crecimiento. La disminución de las entradas netas de capital limitará el crecimiento al reducir los ahorros y la oferta de divisas extranjeras necesarias para financiar las importaciones de bienes de capital para inversiones y las importaciones relacionadas con el aumento de los ingresos. Además, los desequilibrios fiscales y la inestabilidad de los precios provocadas por el ajuste exterior impondrán limitaciones a las políticas, lo que a su vez deprimirá todavía más el crecimiento.

Estas limitaciones se superarán si los ahorros internos aumentan rápidamente y las inversiones se dirigen hacia bienes comercializados. La cuestión esencial es saber si la política actual puede conseguir los objetivos citados. La experiencia reciente indica que esta política presenta graves limitaciones; las reformas de política encaminadas a aumentar los ahorros, la inversión y la competencia han desempeñado un papel importante en la crisis al promover el consumo y no los ahorros y al desviar las inversiones lejos de los sectores de bienes comercializados. Por lo tanto, es preciso revisar las reformas de política adoptadas como respuesta a la crisis del decenio de 1980 y determinar lo que deba hacerse. La exposición anterior demuestra que la atención debe centrarse en las finanzas, el comercio y el sector público.

Se esperaba que, una vez corregidos los factores macroeconómicos fundamentales, controlada la inflación y eliminada la "represión financiera", aumentarían los ahorros domésticos y que ello reduciría las limitaciones de la acumulación de capital. Sin embargo, como se dijo en el Informe sobre el Comercio y el Desarrollo, 1995, en casi todos los ejemplos de industrialización moderna con éxito, desde el Japón hasta la República de Corea, la fuente principal de acumulación de capital en la industria privada fueron los beneficios; se conservaron los beneficios porque había interés de mantener un elevado ritmo de acumulación, y la intervención del Estado desempeñó una función principal en este proceso. Si bien los beneficios han tenido históricamente un nivel igualmente elevado en América Latina, la propensión a reinvertirlos no ha sido muy pronunciada. Un motivo importante han sido las oportunidades para conseguir rentas elevadas mediante distintos canales no productivos. La liberalización y la desreglamentación han cerrado los antiguos canales de creación improductivos de rentas, pero han abierto otros canales nuevos, especialmente en la esfera de las finanzas, lo que ha desviado recursos de las inversiones. Es posible, por lo tanto, que deban aplicarse reglamentaciones y controles a las transacciones financieras a fin

de cerrar estos nuevos canales de búsqueda de rentas y poder aumentar los ahorros y la acumulación; esto también podría contribuir a reducir la inestabilidad y la incertidumbre.

El control de las corrientes de capital a corto plazo debería ser un elemento permanente del sistema financiero, puesto que estas corrientes son una fuente importante de búsqueda especulativa de renta y también porque la estabilidad de los tipos de cambio es un elemento importante en el logro de un desarrollo orientado hacia el exterior. La experiencia demuestra que si los factores macroeconómicos fundamentales son correctos estos controles pueden ser muy eficaces. El Gobernador del Banco Central de Colombia, un país que aplicó estas medidas con bastante éxito, ha explicado la cuestión del modo siguiente:

- En el momento actual la teoría aceptada es que todos los controles de capital son inútiles, porque con mucha rapidez resultan ineficaces. Creo que esto es una verdad a medias. Podría afirmarse que una gran proporción de las corrientes de capital son controlables. En tal caso las normas y los reglamentos podrían ser útiles.

- La experiencia demuestra claramente que los reglamentos no impiden que los nacionales exporten el capital cuando pierden confianza en sus monedas locales. De modo semejante, también puede resultar muy difícil evitar la repatriación de capital por los nacionales...

- Sin embargo, es claramente posible evitar los fallos del mercado debidos a corrientes desestabilizadoras procedentes de instituciones financieras reglamentadas. Además, se trata de agentes que pueden llevar a cabo las mayores transferencias de capital a corto plazo. En este caso los controles son eficaces 27/.

No hay duda de que había límites en la capacidad de las barreras comerciales altas para acelerar la industrialización de América Latina y que se precisaba un grado considerable de liberalización comercial. Sin embargo, también a este respecto el péndulo ha ido demasiado lejos; los aranceles medios y máximos de los países de América Latina son actualmente bastante más bajos y su dispersión es menor que los de los países de Asia occidental de mayor éxito, cuyas bases industriales son mucho más sólidas y cuyas exportaciones manufactureras están desarrolladas y son eficientes 28/. En todos los ejemplos logrados de industrialización moderna, la liberalización de las importaciones siguió al éxito exportador, en lugar de precederlo. Como se expuso de modo específico en el Informe del año pasado 29/, y como se volvió a indicar en el capítulo II de la tercera parte, infra, esta secuencia obligaría a superar los límites de las ventajas comparativas estáticas basadas en una mano de obra no especializada abundante o en recursos naturales o en ambos factores y promover la industrialización basada en la creación de una ventaja comparativa dinámica. Por lo tanto, es preciso reconsiderar la política comercial de América Latina, dentro de los límites de los compromisos internacionales ya contraídos, e intentar aplicar medidas fiscales equivalentes a las comerciales que promuevan una

industrialización rápida basada en la explotación de las ventajas comparativas dinámicas de industrias de alta tecnología y gran especialización.

Es cierto que se han desarrollado esfuerzos considerables para reestructurar el sector público, imponer la disciplina fiscal y reducir la falta de eficiencia. Sin embargo en las tres economías importantes (Argentina, Brasil y México) el sector público todavía no se ha preparado completamente para la estabilidad y el crecimiento económicos. Los ingresos fiscales son inadecuados y la fiscalidad se ha hecho más regresiva. Una parte importante de los recortes de los gastos aplicados en los decenios de 1980 y 1990 recayeron en las inversiones públicas en capital humano y en infraestructura física. Los actuales niveles de gastos en estas esferas son demasiado bajos para sostener un crecimiento y una industrialización rápidos.

No existe desacuerdo sobre cuáles son las variables esenciales que permiten acelerar el crecimiento y la industrialización de América Latina. Como dijeron los autores de un reciente informe del Banco Mundial sobre América Latina después de la crisis de México: "Si América Latina consigue mejorar en tres esferas esenciales -la competitividad de las exportaciones, los ahorros internos y la inversión en infraestructura- su tasa anual media de crecimiento podría aumentar de modo importante a fines del decenio" 30/. Están por decidir las políticas que facilitarían mejorar los resultados en estos tres apartados. En relación con ello, parece que se impone una reconsideración de la política económica.

1/ Véase el capítulo I de la segunda parte del Informe sobre el Comercio y el Desarrollo, 1994, "La mano visible y la industrialización de Asia oriental".

2/ Es cierto que la privatización puede dar lugar posteriormente a una IED, pero en cantidades que suelen ser pequeñas en comparación con la venta inicial del activo. Más importante es el hecho de que la inversión extranjera directa en creación de activos productivos, sobre todo en la manufactura, y no en la adquisición de activos existentes suele generar importaciones de bienes de capital, creando así una demanda adicional de divisas. Por eso, las presiones sobre los tipos de cambio debidas a esas entradas de capital son mucho más flojas que las generadas por las inversiones en cartera o la IED atraída por la privatización.

3/ Es de señalar que en la edición de mayo de 1995 del World Economic Outlook, preparado por los economistas del FMI, el análisis de los "factores que explican la crisis" no da cabida a la posibilidad de un comportamiento especulativo de tipo oscilatorio. De hecho, no se hace ninguna referencia a las corrientes de capital especulativo al tratar de la sostenibilidad de la posición financiera externa de México. De igual modo, se afirma que "el comportamiento de la inversión y de las exportaciones corrobora en parte" la interpretación optimista según la cual "el consiguiente déficit externo se enjugará con el tiempo, a medida que las mejoras de la productividad generen incrementos graduales de la competitividad y de las exportaciones, sin que

sea necesaria una devaluación" (anexo 1, pág. 42 del texto inglés). Es cierto que se registró un aumento de la inversión, pero éste se produjo antes y no después de que se aceleraran las corrientes de capital (ibíd., cuadro 1). Aún más importante, como se expone más adelante, es el hecho de que gran parte del incremento se refería a bienes y servicios no comercializados internacionalmente. Además, las exportaciones totales aumentaron, pero las importaciones crecieron mucho más deprisa y no se observó en el déficit externo ninguna tendencia a la disminución (ibíd.). También se indica que "las exportaciones de manufacturas crecieron a un ritmo bastante rápido en el período 1988-94, -mientras el peso se apreciaba en cifras reales-, en parte a causa del aumento de la productividad total de los factores resultante de la rápida liberalización del comercio y de la profunda desregulación practicada en los años anteriores" (pág. 42 del texto inglés). Sin embargo, como se explica en la sección C del presente Informe, el crecimiento de la productividad fue insuficiente para compensar el aumento del costo unitario del trabajo en dólares y se registró un notable descenso de la competitividad internacional de las manufacturas de México.

4/ Como también admiten los economistas del FMI, los efectos de "una restricción del crédito aplicada mucho antes y apoyada por una posición fiscal más restrictiva... sobre la producción y sobre la solvencia del sistema bancario tal vez no habrían sido diferentes cualitativamente de los que parecen haber surgido a raíz de la crisis de diciembre" (ibíd., pág. 43).

5/ Latin American Weekly Report, 15 de junio de 1995, pág. 262.

6/ Véase M. Mortimore, "Paths towards international competitiveness", Santiago de Chile, enero de 1995 (versión mimeografiada).

7/ M. Agosin, "Saving and investment in Latin America", UNCTAD Discussion Paper, Nº 90, octubre de 1994, cuadro 3, pág. 12.

8/ J. Carlos de Souza Braga, M. A. M. Cintra y S. Danis, "Financing the Public Sector in Latin America", UNCTAD Discussion Paper (de próxima publicación), cuadro 4.

9/ Ibíd., cuadro 3.

10/ Véase el Informe sobre el Comercio y el Desarrollo, 1989, primera parte, cap. IV, "El desorden macroeconómico en los países en desarrollo".

11/ Véase el Informe sobre el Comercio y el Desarrollo, 1993, segunda parte, cap. III, sec. C.4 y recuadro 12.

12/ Debería señalarse que la cuenta de capital del cuadro 20 contiene errores y omisiones que suelen explicarse por la huida de capitales (o por aportaciones de capitales no registradas). La definición de los ahorros exteriores por la balanza de la cuenta de capital no admite los pagos netos de los factores en el extranjero; estos pagos se tienen en cuenta al calcular los ahorros nacionales, que se definen como los ahorros internos (es decir, el PIB menos el consumo) menos los ingresos de los factores netos, y al calcular la transferencia neta de recursos (es decir, el saldo de la cuenta de capital, incluidos errores y omisiones, menos los beneficios e intereses

netos). Puesto que los pagos de intereses netos disminuyeron generalmente en el decenio de 1990, comparados con los del decenio de 1980, es evidente que la diferencia en la transferencia neta de recursos entre los dos períodos fue mayor que la diferencia en el saldo de la cuenta de capital, con lo que se deduce que los ahorros internos disminuyeron todavía más que los ahorros nacionales. Sin embargo, debería señalarse también que una parte de la entradas de capital se agregó a las reservas, por lo que la parte de los ahorros externos utilizados para el consumo fue algo inferior a la indicada en el cuadro 20.

13/ Esto señala también un posible problema. Un ajuste positivo al cambio radical de las entradas de capital extranjero exigiría una tasa más rápida de acumulación de capital que pudiese generar la necesaria expansión de las exportaciones. Las devaluaciones de la moneda impuestas por el ajuste exterior aumentan los precios relativos de los bienes de capital, por lo que debería gastarse una proporción del PIB mucho mayor al principio del decenio de 1990 que para conseguir la misma tasa de adición al capital nacional.

14/ Las cifras sobre la inversión neta son de la misma fuente que las cifras brutas del cuadro 24. Se han generado utilizando el método del inventario perpetuo, suponiendo una depreciación lineal de la maquinaria y el equipo en 15 años, de la construcción no residencial en 40 años y de la construcción residencial en 50 años.

15/ Véase por ejemplo, sobre la relación entre la inestabilidad macroeconómica y la "opción" de aplazar las decisiones sobre inversiones la obra de A. Dixit y R. S. Pindyck Investment Under Uncertainty (Princeton, N. J.: Princeton University Press, 1994).

16/ S. J. Burki and S. Edwards, "Consolidating Economic Reforms in Latin America and the Caribbean", Finance and Development, marzo de 1995, págs. 7 y 8.

17/ Véase una exposición sobre las necesidades de infraestructura de América Latina y sobre la función del sector privado en la obra citada de J. C. de Souza Braga y otros.

18/ Debería señalarse que los factores expuestos anteriormente han tenido mucha menos influencia en las inversiones en Chile: la apreciación de la divisa ha sido limitada; la cuenta corriente se ha mantenido sostenible; la actividad económica no ha sufrido grandes fluctuaciones y la inversión pública ha aumentado. Además, en Chile la inversión se han concentrado en sectores con un contenido de aportaciones primarias importante, y no en el sector manufacturero, donde es mucho más susceptible a los cambios de los precios relativos.

19/ Puede consultarse una exposición de los cambios, políticas y perspectivas más recientes de México, Argentina y el Brasil en Latin American Economy and Business, abril-junio de 1995; e ibíd., Quarterly Update, Nº 2, junio de 1995.

20/ Véase "Trade balance up, production falling", Latin American Weekly Report, 22 de junio de 1995, pág. 272.

21/ Latin American Weekly Report, 8 de junio de 1995, pág. 242.

22/ Información suministrada por el Ministerio de Finanzas de México.

23/ Véase L. Crawford y L. Bransten, "Bargain Time in México", Financial Times, 14 de junio de 1995.

24/ J. Carlos de Souza Braga y otros, obra citada, págs. 8 y 9.

25/ Latin American Economy and Business, mayo de 1995, pág. 6.

26/ Latin American Economy and Business, abril de 1995, pág. 1.

27/ Miguel Urrutia Montoya, observaciones formuladas durante una reunión sobre el tema "La liquidez internacional, la movilidad de capitales y los países en desarrollo" en la conferencia patrocinada por el Grupo de los 24 con ocasión del 50 aniversario de la Conferencia de Bretton Woods, Cartagena (Colombia), 18 a 20 de abril de 1994 (International Monetary and Financial Issues for the 1990s, vol. IV, The International Monetary and Financial System: Developing Country Prospects (UNCTAD/GID/G24/4)), págs. 85 y 86.

28/ Véase Informe sobre el Comercio y el Desarrollo, 1993, segunda parte, cap. III, sec. B.

29/ Informe sobre el Comercio y el Desarrollo, 1994, segunda parte, cap. I.

30/ S. J. Burki y S. Edwards, op. cit., pág. 7.

Capítulo III

EL RIESGO SISTEMICO EN LOS MERCADOS DE DERIVADOS; ALGUNOS ASPECTOS

A. Introducción

La atención prestada en años recientes al uso cada vez mayor de derivados se ha debido en parte al presentimiento de que, en determinadas circunstancias, puedan provocar una desestabilización sistémica. Este presentimiento no siempre está claramente definido, pero refleja el temor de que las consecuencias de una quiebra en los mercados de derivados puedan extenderse rápidamente y de que las dificultades resultantes puedan poner en peligro no sólo a los participantes en estos mercados sino también a otras instituciones financieras. El análisis que se realiza a continuación se centra en esta amenaza sistémica y abarca otros riesgos relacionados con los derivados, en particular en la medida que tengan posibles consecuencias sistémicas.

La relación entre la amenaza de insolvencia o insolvencia real y los riesgos sistémicos queda demostrada aquí con diversos ejemplos relativos tanto a las bolsas organizadas de derivados como a las instituciones, con posiciones en derivados negociados en el mercado extrabursátil 1/. El "crac" mundial de las bolsas de valores en octubre de 1987 presenta un interés particular en este contexto, ya que no sólo provocó suspensiones de pagos en la bolsa de futuros de Hong Kong sino que también sometió a dura prueba las defensas de algunos otros mercados de derivados. Los riesgos resultantes de la suspensión de pagos de empresas con posiciones en derivados en el mercado extrabursátil son diferentes de los provocados por la insolvencia en las bolsas organizadas: la preocupación de los órganos de control en este caso se centra en cuestiones tales como la frecuente falta de trasparencia con respecto a las posiciones de las empresas, lo que puede dar lugar a vínculos entre empresas y mercados que resultan difíciles de identificar.

Las políticas y propuestas que se describen a continuación se refieren no sólo a los riesgos sistémicos como tales, sino también a otras cuestiones. Las iniciativas relacionadas de manera más directa con los riesgos sistémicos han consistido en fortalecer las defensas de las bolsas organizadas o en reducir de otra forma las posibilidades de propagación de unos problemas inicialmente localizados. Otra categoría de medidas se dirige en primer lugar a empresas individuales, en particular a sus controles internos. Sin embargo, debido a las relaciones entre empresas y el sistema de que forman elementos constitutivos, estas medidas pueden también tener efectos más amplios. Los objetivos de una reglamentación prudente son tanto microeconómicos como macroeconómicos. Las medidas concretas tomadas en este contexto pueden destacar una serie de consideraciones más que otras, pero cada medida aporta en general una contribución al funcionamiento del sistema en su conjunto.

B. El riesgo sistémico y otros riesgos

En un informe preparado en 1992 para los bancos centrales del Grupo de los Diez, los riesgos sistémicos se definen como aquéllos que pueden provocar una crisis sistémica. Esta crisis es una "perturbación que trastorna gravemente el funcionamiento del sistema financiero y, en casos extremos, lo paraliza completamente... Las crisis sistémicas pueden revestir diversas formas, pero en definitiva perturbarán al menos una de las tres funciones fundamentales del sistema financiero: la asignación de créditos, los pagos, y la fijación de precios de los activos financieros. Una perturbación financiera puede convertirse en una crisis sistémica en un momento determinado pero no en otro, según las circunstancias financieras y económicas en que se produzca la crisis" 2/. Un funcionario del Banco de Pagos Internacionales (BPI) explicaba este fenómeno en un discurso reciente en los siguientes términos: "A título de ejemplo, consideremos el marco de un modelo tabular de flujo de fondos, con columnas que representen los operadores de un mercado determinado y filas que representen los instrumentos en que negocian. Tras este marco, se perfilan las condiciones de equilibrio del mercado, así como la estructura institucional (servicios auxiliares, marco jurídico y sistemas de pagos) que permiten que los mercados funcionen. El riesgo sistémico surge siempre que un problema, a cualquiera de estos cuatro niveles, amenaza con provocar dificultades repentinas y generalizadas en otras partes del sistema financiero, dificultades suficientemente graves para tener consecuencias macroeconómicas" 3/.

Estas definiciones demuestran claramente la importancia para el riesgo sistémico del contexto en que se produce la perturbación. Así, por ejemplo, según se indica más adelante, la amenaza que plantea una suspensión de pagos para una bolsa organizada de derivados puede depender de su marco normativo y del rigor con que éste se haga cumplir. Asimismo, la posibilidad de que unas dificultades inicialmente localizadas se conviertan en fuente de riesgo sistémico dependerá de la naturaleza y alcance de la exposición de otras empresas a las empresas afectadas en primer lugar. Además, el impacto de la suspensión de pagos difiere según las condiciones de los mercados financieros en el momento de producirse. Es más probable que surja el riesgo sistémico si estas condiciones son de fluctuaciones rápidas y desordenadas. En estas circunstancias, es probable que los efectos perturbadores de la suspensión de pagos sobre la psicología del mercado sean mayores. Además, como consecuencia, los sistemas de pagos y financiación a corto plazo, que tal vez estén ya sobrecargados y bajo tensión, se verán en la imposibilidad de atender sus obligaciones.

Los principales riesgos, aparte del riesgo sistémico, que implican las posiciones de derivados, son los riesgos crediticios, de mercados, de pagos, de liquidez, operacionales y legales. El riesgo crediticio surge de la posibilidad de que una de las partes incumpla sus obligaciones. El riesgo de mercado es el de que se produzcan pérdidas debido a una variación en el valor de mercado de una posición antes de que pueda ser compensada o liquidada. El riesgo de pagos se refiere a la posibilidad de que una parte que haya cumplido sus obligaciones con respecto a la entrega de fondos o bienes no reciba los fondos o bienes que debe la otra parte conforme al calendario convenido. Es evidente que este riesgo tiene especial importancia en las

transacciones que implican transferencias en momentos diferentes o en usos horarios distintos. El riesgo de liquidez se define generalmente en una doble acepción -riesgo de liquidez en efectivo o de fondos y riesgo de liquidez del mercado. Este último es el riesgo que corren los participantes en mercados de derivados de que sus propias transacciones afecten a los precios (al menos ocasionalmente). Este riesgo tiene consecuencias tanto para el costo como para la eficacia de las diversas estrategias de cobertura, incluida la protección de carteras (cuestión que se examina más adelante). El riesgo de liquidez en efectivo afecta a muchas operaciones de las empresas financieras y no sólo a las operaciones de derivados. Este riesgo surge de la necesidad periódica de liquidez que no puede predecirse anticipadamente con precisión. En el caso de los derivados, esta necesidad puede presentarse repentinamente, e implicar cantidades considerables, debido a variaciones en las condiciones del mercado o en la situación de solvencia que exigen pagos de márgenes adicionales en las bolsas organizadas o un ajuste de posiciones. El riesgo operacional es el riesgo de pérdidas como consecuencia de unos sistemas y unos controles inadecuados o de un fallo administrativo o un error humano. Los riesgos legales surgen de la incertidumbre en cuanto a la posibilidad de exigir el cumplimiento de los contratos de derivados o en cuanto a otros aspectos legales.

La inclusión del riesgo de mercado como uno de los principales riesgos en relación con los derivados merece un comentario más detenido, debido al papel que desempeñan estos contratos como instrumentos de cobertura contra riesgos ocasionados por las fluctuaciones de precios. La cobertura perfecta de una posición con un instrumento de derivados no siempre es posible (por ejemplo, debido a una correlación inadecuada entre su precio y el de la posición cubierta), por lo que la institución de que se trate puede todavía incurrir en un riesgo residual de la base 4/. Además, los derivados pueden verse sometidos a riesgo de mercado debido a su utilización con fines especulativos o de cobertura.

Aunque los riesgos descritos anteriormente no son en sí mismos sistémicos, pueden originar problemas susceptibles de plantear una amenaza sistémica, debido en particular a la forma en que pueden influenciarse recíprocamente. El riesgo crediticio en particular está estrechamente relacionado con otros riesgos no sistémicos. Por ejemplo, la volatilidad de los precios, que es el origen del riesgo de mercado, al provocar pérdidas o amenazar de otra forma la capacidad de las partes para atender sus obligaciones puede aumentar el riesgo crediticio. Del mismo modo, los riesgos a corto plazo relacionados con el riesgo de pagos están estrechamente relacionados con el riesgo crediticio, al igual que las perturbaciones en el cumplimiento de obligaciones ocasionadas por problemas que puedan calificarse de riesgos operacionales y legales. Estas relaciones no son sólo en sentido único, ya que las suspensiones de pagos, e incluso el incumplimiento temporal de las obligaciones, pueden provocar fuertes fluctuaciones en los precios de los activos financieros, y constituir por tanto una fuente de riesgo de mercado.

La probabilidad de que esta interacción dé lugar a una amenaza sistémica depende de la amplitud de la insolvencia atribuible en primer lugar a un riesgo o riesgos de carácter no sistémico, a su impacto sobre el funcionamiento de los mercados financieros y a la importancia y naturaleza de la exposición de otras empresas a la institución insolvente y a los mercados afectados. Según se explica más adelante, una sola suspensión de pagos importante en una bolsa organizada puede perturbar gravemente o incluso suspender sus operaciones, aunque un marco legal adecuado y una supervisión estricta deberían hacer que esta hipótesis resultase muy poco probable. En términos más generales, independientemente de su origen, cualquier perturbación de la financiación y los pagos puede ampliarse debido a las relaciones mutuas en que se basan la liquidez y solvencia de las empresas financieras, y a su exposición a los mismos mercados de capital. Según se explica más adelante, la posibilidad de que los riesgos no sistémicos generen problemas sistémicos en determinadas circunstancias tiene importantes consecuencias desde el punto de vista de la prevención. Las medidas dirigidas a prevenir los riesgos no sistémicos tienen, indirectamente, el efecto de hacer menos probables las amenazas sistémicas.

C. Los mercados de derivados, fuente de dificultades en la práctica

1. La suspensión de pagos de 1985 en el mercado del estaño

Históricamente, las suspensiones de pagos que plantean graves amenazas para las bolsas organizadas en que tienen lugar han sido raras. Una de estas amenazas surgió en octubre de 1981, cuando el gerente de la reserva de estabilización del Consejo Internacional del Estaño (ITC) anunció que la organización no podía atender unas obligaciones estimadas en 900 millones de libras esterlinas aproximadamente en forma de contratos de futuros para comprar estaño en la Bolsa de Metales de Londres (BML) y de préstamos bancarios 5/. En aquella época, las transacciones en la Bolsa de Metales de Londres se realizaban directamente de principal a principal. En otras palabras, no había una cámara de compensación que garantizase el cumplimiento de los contratos actuando como intermediaria en cada transacción, como es corriente en las bolsas organizadas de futuros y opciones. La inexistencia de una cámara de compensación no sólo hizo que aumentaran los riesgos relacionados con las transacciones en la Bolsa de Metales de Londres, sino que contribuyó también a una falta de transparencia en cuanto a las circunstancias que dieron lugar a la posición finalmente insostenible del Consejo Internacional del Estaño 6/.

La respuesta de la Bolsa de Metales de Londres fue suspender su mercado del estaño, ya que la caída libre de los precios que era de temer se hubiese producido de continuar las transacciones, habría amenazado la solvencia de los operadores que mantenían posiciones en estaño y, en términos más generales, de las empresas que operaban en otros mercados de la Bolsa de Metales de Londres. Este desplome podría haber significado el fin de la Bolsa de Metales de Londres como institución. Las empresas más directamente afectadas eran sobre todo las filiales de empresas transnacionales, las empresas mineras, las de metales o las empresas mercantiles, pero su capitalización era relativamente limitada (menos de 10 millones de libras

como promedio) y era dudoso hasta qué punto sus empresas matrices estaban dispuestas a responder de sus pérdidas. Los efectos de un incumplimiento general de las obligaciones mutuas de corredores, productores, consumidores y banqueros eran sumamente difíciles de evaluar con precisión. Sin embargo, una encuesta realizada por el Banco de Inglaterra a principios de 1986 parecía indicar que, en caso de producirse una situación catastrófica 7/ las pérdidas totales de los bancos de los miembros de la BML podrían llegar a ser de 6.200 millones de libras 8/. Aunque esta situación catastrófica era hipotética, se observaron realmente efectos de contagio de la crisis del estaño en otros mercados de la BML, manifestados en la reticencia de algunas empresas a realizar transacciones con operadores que se sabía estaban en situación de riesgo debido a sus posiciones en el estaño 9/.

Finalmente, en marzo de 1986, se llegó a un acuerdo para proseguir las operaciones "fuera del parqué", en virtud del cual todos los contratos pendientes de la BML se liquidaron a un precio fijo único (basado en el precio prevaleciente en el mercado libre). Esta medida provocó pérdidas entre los afectados, cuya cuantía varió según la naturaleza e importancia de sus posiciones y la diferencia entre el precio convenido y los precios a que debían comprar o vender según las condiciones de sus contratos. Tras prolongadas negociaciones, el ITC y sus acreedores llegaron a un acuerdo con respecto a las obligaciones pendientes que tuvo como resultado un pago por el ITC a principios de 1990. La suspensión de las transacciones de estaño se levantó también en 1989. En el momento de su reapertura, la BML realizaba las operaciones a través de una cámara de compensación establecida en mayo de 1987 en virtud del nuevo marco normativo para los mercados financieros en el Reino Unido resultante de la Ley de servicios financieros de 1986.

2. La amenaza de desaparición del mercado de futuros financieros de Hong Kong

El "crac" bursátil de octubre de 1987 tuvo repercusiones en todos los mercados financieros del mundo. La bolsa de Hong Kong fue una de las más gravemente afectadas, y sólo gracias a una importante operación de rescate se salvó la bolsa de futuros de un desplome total. Los contratos de futuros basados en el índice Hang Seng se habían introducido en mayo de 1986 al reorganizarse la bolsa de futuros de Hong Kong (HKFE). Desde el principio sus operaciones habían suscitado un gran interés especulativo, ya que los contratos de futuros de la bolsa de Hong Kong se prestaban especialmente a la especulación debido a su bajo precio relativo, en comparación con los precios internacionales, y a sus cortos plazos de vencimiento (uno, dos y tres meses). La crisis de los mercados de octubre de 1987 expuso cruelmente la debilidad del marco legal e institucional de la bolsa de futuros y de su supervisión.

La caída inicial de precios en la bolsa de Hong Kong (de un 11% en el índice Hang Seng) se produjo antes de la apertura de los mercados en los Estados Unidos, el lunes 19 de octubre. El Comité directivo de la bolsa reaccionó con la decisión de cerrarla durante el resto de la semana, alegando como razón la amenaza de una avalancha de ventas y desorden del mercado, la precaria posición de liquidez en que se encontrarían los operadores y la posibilidad de retiradas masivas de depósitos de los bancos.

Se señaló asimismo a la atención el excesivo volumen de trabajo del sistema de pagos de la bolsa (que teóricamente debía operar durante 24 horas al día), por lo que se habían acumulado 250.000 operaciones sin liquidar, equivalentes a las transacciones de una semana.

El cierre de la bolsa fue seguido de una suspensión de las operaciones de futuros. Durante los días siguientes, las autoridades se dieron cuenta de que los recursos de la Hong Kong Futures Guarantee Corporation (HKFGC) serían insuficientes para hacer frente a una suspensión generalizada de pagos en la bolsa de futuros de Hong Kong (HKFE), y que el desplome de la bolsa podía provocar una venta masiva de acciones cubiertas con contratos de futuros o conservadas como parte de operaciones de arbitraje; se mencionaron cifras de hasta 5.000 ó 6.000 millones de dólares HK (aproximadamente el 1,25% de la capitalización del mercado en diciembre de 1987). Como consecuencia, se organizó un plan de salvamento para la HKFGC. Este plan consistió en un préstamo de 2.000 millones de dólares HK; la mitad de esta suma la facilitó el Gobierno y la otra mitad diversas instituciones financieras.
El lunes 26 de octubre los precios de la bolsa volvieron a desplomarse, esta vez hasta un 33%. La mayor parte del préstamo se utilizó rápidamente para cubrir las suspensiones de pagos en la bolsa de futuros, y el Gobierno se vio obligado a organizar otro plan de salvamento por la misma cuantía (que finalmente no se utilizó). La consecuencia de esta angustiosa experiencia fue la creación de un Comité de Operaciones en Bolsa, presidido por Ian Hay Davison, antiguo jefe ejecutivo del mercado de seguros de la Lloyds, encargado de examinar tanto las operaciones en bolsa como en el mercado de futuros, tras lo cual se adoptó un marco regulador más estricto para ambos tipos de operaciones.

Cabe preguntarse cómo llegó la HKFGC a esta situación en que el agotamiento inminente de sus recursos puso en peligro el funcionamiento de la bolsa de futuros de Hong Kong. El carácter de las operaciones de compensación y garantía difiere entre las bolsas de futuros, pero sus características generales tienden a ser similares. Generalmente, este sistema funciona como una cámara de compensación que, según se señaló en la sección anterior, actúa de intermediaria entre compradores y vendedores como contraparte en todas las transacciones. Las posiciones largas y cortas de los miembros liquidadores se negocian en el mercado diariamente, pero las sumas que mantienen en la cámara de compensación se acreditan o adeudan en consecuencia, debiendo pagarse inmediatamente las sumas requeridas para mantener estos márgenes. Los miembros liquidadores pueden hacer transacciones por cuenta propia, pero son también responsables de todas las transacciones realizadas por empresas y particulares no miembros, que a su vez deben mantener cuentas de margen con los miembros. Normalmente, las cámaras de compensación están autorizadas a aumentar los fondos en las cuentas de margen si ello se considera necesario para proteger la integridad financiera de la bolsa, una medida que puede adoptarse, por ejemplo, durante períodos de especial volatilidad en las transacciones. En el caso de que los miembros liquidadores no puedan cumplir sus obligaciones (debido, por ejemplo, a la insolvencia de sus clientes) la cámara de compensación puede utilizar recursos que incluyen sus propias reservas, préstamos, sumas disponibles en virtud de pólizas de seguros y fondos aportados por los miembros liquidadores (o los accionistas de la cámara de compensación si éstos fueran distintos).

Para que una cámara de compensación (y, por consiguiente, la bolsa de futuros a la que presta servicio) funcione debidamente, es esencial que las disposiciones para el pago de los márgenes sean las adecuadas, y que los recursos de reserva sean suficientemente importantes para atender las obligaciones originadas por la insolvencia de sus miembros. En el otoño de 1987, en la bolsa de futuros de Hong Kong no se daba ninguna de estas condiciones. Los fondos disponibles para atender las necesidades de la HKFGC ascendían únicamente a 22 millones de dólares HK, una suma totalmente inadecuada compuesta por el capital inicial y las reservas acumuladas. La insuficiencia de esta suma es evidente si se compara con los intereses pendientes de más de 35.000 contratos, el valor de cuyas acciones equivalía a unos 7.000 millones de dólares HK 10/. En el contexto de la bolsa de futuros de Hong Kong, la financiación de la HKFGC, una compañía propiedad de seis bancos y de la propia cámara de compensación, no era la responsabilidad colectiva de los miembros liquidadores, aunque se había dado por supuesto que el hecho de que la HKFGC perteneciese a los grandes bancos de Hong Kong garantizaría su apoyo para mantener la integridad de la bolsa de futuros.

Entre los contratos de futuros pendientes en octubre de 1987, las posiciones cortas en concepto de cobertura y arbitraje correspondían, sobre todo, a grandes instituciones, principalmente de origen extranjero. Las posiciones largas correspondían principalmente a especuladores y, dada su naturaleza, era probable que resultasen sumamente vulnerables a una brusca caída de los precios de las acciones. Un 50% aproximadamente de las posiciones largas correspondían a un solo cliente (una gran empresa inmobiliaria extranjera) y a sus asociados comerciales. Una parte importante del resto de las posiciones largas correspondía a pequeños inversores, que al parecer incluían conductores de taxis y amahs (niñeras chinas) 11/. La vulnerabilidad del mercado a una fluctuación importante de los precios aumentó debido a que muchos corredores de futuros no exigieron a sus clientes que respetaran el requisito del margen. El Comité Hay Davison no indica con precisión cómo financiaron los miembros liquidadores el pago de sus propias obligaciones con la cámara correspondientes a este margen no respetado de los clientes. Sin embargo, sí menciona en este contexto las "prolongaciones del crédito fiscal y un aumento de la confianza en que proseguirá la tendencia alcista del mercado" 12/, lo que parece indicar que las obligaciones en cuestión se financiaron con créditos. El desplome de la bolsa provocó suspensiones generalizadas de pagos entre los corredores, lo que eventualmente condujo a la liquidación de más del 30% de las empresas miembros de la cámara de compensación 13/.

El primer grupo de medidas de apoyo financiero al mercado de futuros descritas anteriormente se tomó al no haber garantías de que sus propietarios respaldarían a la HKFGC. El segundo grupo de medidas se adoptó en respuesta a un mensaje dirigido el 26 de octubre al Secretario Financiero de Hong Kong por el Presidente de la HKFGC, en el sentido de que, a menos que se recibieran recursos adicionales, la HKFGC dejaría de suscribir garantías (una medida que hubiera provocado el cierre de la bolsa de futuros). Todas las empresas propietarias de la HKFGC participaron en las primeras medidas de apoyo, representando su contribución un 25% de la cantidad total, pero en el segundo grupo de medidas sólo participaron dos empresas. En otras palabras, su compromiso fue menor del que se había supuesto en el momento de la apertura de las operaciones en el contrato del índice Hang Seng en 1986.

Esta experiencia demuestra los peligros de las insuficiencias en el marco jurídico e institucional o en la supervisión de otros países, incluidos los países en desarrollo, que consideran la posibilidad de establecer bolsas de futuros financieros. Una versión del "crac" de la bolsa hecha por una persona que tenía un conocimiento directo de los mercados financieros de Hong Kong pone de relieve hasta qué punto los principales responsables de adoptar decisiones en octubre de 1987 no comprendieron el riesgo que representaba el enorme aumento en el volumen de acciones negociadas y la creciente participación de capital extranjero, tanto en el mercado de acciones como en el mercado de futuros 14/. El informe del Comité Hay Davison explica cómo la dispersión de funciones y obligaciones afectó negativamente al funcionamiento de la bolsa 15/. Los miembros liquidadores, por ejemplo, no tenían derecho alguno con respecto a la administración y control de la cámara de compensación. Las relaciones legales entre la bolsa de futuros de Hong Kong y la HKFGC no estaban bien definidas -en efecto, no estaba claro si había realmente alguna institución que actuase como intermediaria en las transacciones de los miembros liquidadores. El resultado fue un oscurecimiento de la responsabilidad colectiva de los miembros liquidadores con respecto a la integridad de los mercados. Las reformas adoptadas posteriormente por las autoridades de Hong Kong tenían por objeto remediar estas deficiencias, y entre ellas figuraban la aclaración de la posición de la cámara de compensación, que ahora es una filial de propiedad total de la bolsa de futuros de Hong Kong y, como parte integrante de la misma, un Fondo de Reserva que tiene a su disposición importantes recursos para hacer frente a las consecuencias de las suspensiones de pagos.

3. Las tensiones registradas en los mercados estadounidenses durante el crac de octubre de 1987

El comportamiento de los mercados de acciones, futuros y opciones sobre acciones en los Estados Unidos durante el "crac" de octubre de 1987 ilustra claramente muchos de los riesgos que implican los derivados, debido a la integración de estos mercados como resultado del arbitraje, las estrategias de reconversión de activos y la protección de carteras 16/. El incremento de los riesgos durante el "crac" ha sido objeto de extensos estudios realizados por organismos oficiales y otros 17/. En el presente informe el análisis se limitará a dos temas que tienen especial importancia por lo que respecta a los riesgos sistémicos: en primer lugar, la eficacia de los sistemas de compensación y pago en un período en que el volumen de las transacciones aumentó considerablemente y los mercados evolucionaron con gran rapidez y, en segundo lugar, los efectos de las grandes variaciones en las presiones de compra y venta entre los mercados de acciones y derivados. El primero de estos temas tiene interés no sólo por el contraste que supone con la experiencia de Hong Kong descrita en la sección anterior, sino también porque muchas de las características del marco institucional y normativo de las bolsas de futuros y opciones en los Estados Unidos sirven cada vez más de modelo para las de otros países. El segundo tema tiene interés debido a que las variaciones dentro de un mismo mercado en las presiones de compra y venta pueden tener posibles efectos desestabilizadores, y las estrategias bursátiles a que responden pueden tener cada vez mayor importancia en países distintos de los Estados Unidos 18/.

El funcionamiento de los sistemas de compensación y pagos en el caso de las bolsas de futuros y opciones en los Estados Unidos durante la crisis mostró un marcado contraste con el de Hong Kong. Las compensaciones y pagos el 19 de octubre en los mercados de futuros, a pesar de que el índice Standard and Poor (S & P) de 500 acciones (que refleja los contratos de futuros más negociados) acusó la mayor variación registrada nunca en un día, continuaron sin que ninguna cámara de compensación suspendiera pagos. En la Bolsa Mercantil de Chicago, en la que se negocian los contratos de futuros S & P, las reclamaciones de los márgenes alcanzaron un valor de 2.000 millones de dólares, es decir, una cifra 20 veces mayor que el promedio de 1987 durante los meses anteriores a octubre 19/. No es de sorprender que la crisis de los mercados fuese acompañada de indicios de tensión. Circulaban los rumores de inminentes suspensiones de pago de determinados corredores y miembros liquidadores y se produjeron perturbaciones en las corrientes de información entre los participantes en los mercados. Pero sobre todo, lo que es más importante desde el punto de vista de la regulación del mercado, las demoras en los pagos aumentaban el riesgo a corto plazo de las cámaras de compensación frente a los bancos de compensación (a través de los cuales reciben las cámaras de compensación los pagos de los márgenes de los miembros), así como el riesgo de las cámaras de compensación frente a sus clientes 20/. Estas demoras son una fuente constante de preocupación para los encargados de regular el mercado financiero, debido al temor de que un brusco aumento en el riesgo a corto plazo, en unos mercados que evolucionan con rapidez, afecte negativamente las percepciones de solvencia, con consecuencias potencialmente graves para todo el proceso de liquidación de las obligaciones en materia de márgenes. Según se señaló anteriormente en la sección D.1, debido a las demoras observadas durante el "crac", posteriormente se adoptaron medidas para reducir la probabilidad de que se planteasen problemas de compensación y liquidación en los mercados de futuros de los Estados Unidos.

Las tensiones resultantes de la crisis fueron aún más evidentes en el caso de la Options Clearing Corporation (OCC), que compensa y liquida las opciones de valores negociados en las principales bolsas de los Estados Unidos. Aunque el cálculo de los pagos por razón del margen es diferente del que se hace en las bolsas de futuros, en otros aspectos el proceso de liquidación de opciones y futuros presenta varias características comunes. En la OCC también el "crac" provocó un aumento enorme de las obligaciones de pagos por concepto del margen. Uno de los miembros liquidadores (H. B. Shaine and Co.) suspendió pagos el 19 de octubre, lo que provocó reclamaciones al fondo de la OCC por pérdidas que ascendían a 6.800 millones de dólares (lo que representaba un 2,45% de los recursos disponibles) 21/. Algunos otros miembros liquidadores tuvieron dificultades para cumplir sus obligaciones de margen. La OCC respondió interpretando con flexibilidad sus normas de liquidación y limitando las operaciones de las empresas en cuestión. Este enfoque, que permitió evitar otras suspensiones de pagos, no supuso ninguna amenaza para la propia situación financiera de la OCC, que estaba protegida con depósitos por concepto de margen que excedían con mucho de las necesidades 22/.

La investigación empírica no ha producido un consenso en cuanto a los efectos de los mercados de derivados sobre la volatilidad de los precios de las acciones. Los trabajos resumidos por la Comisión de Bolsa y Valores de los Estados Unidos en su estudio del "crac" de 1987 mencionaban el aumento de la volatilidad en un mismo día, aunque no de un día a otro, que había provocado la introducción de los futuros 23/. Sin embargo, como se señala en dicho estudio, "la disponibilidad del mercado de futuros ha creado estrategias bursátiles que han hecho aumentar con gran rapidez la velocidad y concentración de las transacciones bursátiles", lo que al mismo tiempo ha hecho más difícil mantener un mercado de acciones ordenado 24/. En dos de los estudios oficiales sobre el "crac", se atribuye especial importancia a las presiones de venta generadas por la aplicación de estas estrategias, en particular en períodos de importantes fluctuaciones de precios 25/. En estos y otros estudios se pone de relieve asimismo hasta qué punto, en unos mercados desordenados y en rápida evolución, la multiplicación de los canales de transmisión de las presiones de compra y venta y las discrepancias resultantes entre los precios al contado y de futuros pueden hacer que resulte difícil de interpretar la información acerca de la situación de los mercados. Además, la convicción de que la protección de carteras originaba una presión excesiva a la venta tuvo un impacto negativo sobre la psicología del mercado. Sus efectos sobre la transparencia y las expectativas redujeron la liquidez del mercado, lo que intensificó la volatilidad de los precios.

Según se ha indicado ya, las autoridades reguladoras del mercado de los Estados Unidos adoptaron medidas después de la experiencia del "crac" de 1987. A pesar de que el marco jurídico e institucional era mucho más rígido en los Estados Unidos que en Hong Kong, los acontecimientos que acaban de reseñarse demuestran las tensiones que pueden ejercer unos movimientos importantes y concentrados de fondos como resultado de la interacción entre el mercado de acciones y los mercados de derivados.

4. El tratamiento de las quiebras de instituciones poseedoras de carteras de derivados extrabursátiles

Todos los ejemplos mencionados hasta ahora en esta sección se referían a suspensiones de pagos y otras tensiones relacionadas con operaciones de derivados en bolsas organizadas. Según se ha indicado ya, estas bolsas tienen reglamentos destinados a reducir al mínimo las pérdidas en caso de suspensión de pagos por los miembros liquidadores y sus clientes, y a responder de las pérdidas que se produzcan no obstante. En años recientes, se han registrado diversas quiebras de instituciones financieras poseedoras de carteras de derivados extrabursátiles. Estas carteras pudieron liquidarse sin perturbaciones graves. Pero la cuestión que se plantea es la de qué conclusiones generales pueden sacarse de estos ejemplos por lo que respecta a la contención del riesgo sistémico.

Entre los ejemplos citados en este contexto figuran las quiebras del British and Commonwealth Merchant Bank (BCMB), la Development Finance Corporation of New Zealand (DFC), el Bank of New England (BNE) y el Drexel Burnham Lambert (DBL). En el momento de suspender pagos, el valor teórico del capital de la cartera "swap" era de 3.000 a 4.000 millones de dólares, en tanto que la cartera de derivados del BCMB incluía "swaps" y otros

instrumentos relacionados con el tipo de interés, por un valor de 2.000 millones de libras esterlinas aproximadamente 26/. En ninguno de estos dos casos las carteras eran suficientemente grandes para que el banco en cuestión pudiera considerarse como un participante importante en los mercados de derivados. En el momento de la suspensión de pagos del BNE, a principios de 1991, el valor teórico de su cartera de derivados extrabursátiles era de 6.600 millones de dólares. Sin embargo, un año antes, cuando el BNE pasó a ser considerado como un banco "oficialmente enfermo", objeto de un intenso escrutinio por parte de sus autoridades reguladoras, a saber la Reserva Federal y la Oficina del Contralor de la Moneda, el valor teórico de su cartera era de 30.000 millones de dólares 27/. En febrero de 1990, fecha de la quiebra del Grupo DBL, la cartera de derivados de su filial, DBL Products, que consistía en "swaps" y otros instrumentos relacionados con los tipos de interés, tenía un valor teórico de 30.000 millones de dólares, cifra que le hubiera permitido ocupar el vigésimo lugar entre las más de 800 instituciones de los Estados Unidos que notificaron valores teóricos de sus posiciones "swap" en 1990.

La calificación del BNE como "banco oficialmente enfermo" tuvo lugar a raíz de su anuncio, en enero de 1990, de pérdidas por valor de más de 1.000 millones de dólares para 1989 (debido, en gran medida, a impagos de préstamos relacionados con el mercado inmobiliario). En 1990, los intermediarios se mostraron reticentes a realizar nuevas operaciones "swap" con el BNE, ya que no querían correr riesgos con un banco en dificultades durante períodos prolongados, pero continuaron las operaciones del banco en la bolsa de futuros (en condiciones cada vez más rígidas). El BNE pudo reducir su cartera de derivados extrabursátiles en casi un 80%, en forma relativamente ordenada, antes de declararse en suspensión de pagos en enero de 1991. La liquidación de los contratos de derivados continuó después de que asumiese el control la Federal Deposit Insurance Corporation, pero quedaba una cartera con un valor de mercado de unos 80 millones de dólares en julio de 1990, que fue adquirida como parte del banco por el grupo financiero Fleet/Norstar.

DBL Products no inició los trámites de suspensión de pagos al mismo tiempo que el Grupo DBL, lo que le permitió liquidar sus operaciones de forma que el valor de su activo fuera máximo y el de las pérdidas mínimo. Aunque la gran mayoría de los acuerdos "swap" de DBL Products habría permitido a los intermediarios desligarse de sus obligaciones a raíz de la quiebra del Grupo DBL, muy pocos lo hicieron 28/. Durante los tres meses y medio siguientes, antes de declararse en quiebra a fines de mayo, DBL Products liquidó prácticamente toda su cartera "swaps", recurriendo agresivamente en sus negociaciones con los intermediarios a amenazas de costosos litigios para impugnar su derecho a desligarse de sus obligaciones y explotando su temor a que el hecho de incumplirlas hiciera que otros participantes en los mercados "swap" se mostrasen más reticentes a realizar operaciones con ellos en el futuro. DBL Products recuperó todas las sumas que se le adeudaban en virtud de la mayoría de sus contratos, al mismo tiempo que reembolsó entre un 70 y un 75% de las sumas que debía.

Aunque tanto el BNE como DBL Products participaban en los mercados de derivados en medida considerable, las autoridades reguladoras de los mercados financieros se muestran reticentes a sacar conclusiones de estos dos casos en cuanto a la posible relación entre la quiebra de una institución determinada y el riesgo sistémico. Una de las razones de esta reticencia es que hay muchas empresas cuyas carteras de derivados extrabursátiles son mayores, por el número de mercados y países que incluyen que las del BNE y DBL Products. Además, en ambos casos, las propias autoridades reguladoras "estaban sumamente interesadas como gestoras o facilitadoras, en que la quiebra de ambas instituciones causase las menores perturbaciones posibles" 29/. Otra razón que explica la actitud de las autoridades reguladoras es que los problemas resultantes podrían ser mucho más graves si se producían quiebras en un momento de tensión como resultado, por ejemplo, de una excesiva volatilidad de los precios en las bolsas organizadas. En tales circunstancias, las dificultades ocasionadas por el incumplimiento de obligaciones relacionadas con instrumentos de derivados extrabursátiles podrían sumarse a otras dificultades relacionadas con los futuros y opciones negociados en bolsa. Además, la insolvencia podía ser repentina e inesperada, y las autoridades reguladoras parecían temer que, debido a la falta de transparencia, en un principio no se comprendiera bien la naturaleza del riesgo de la empresa o empresas. Este temor obedece claramente, en parte, a la proliferación de relaciones entre los diferentes mercados de derivados, los de instrumentos extrabursátiles y los de las bolsas organizadas 30/.

D. La regulación y el control

Los derivados tienen antecedentes remotos. Las operaciones a plazo son una modalidad de la contratación por anticipado, es decir, de conformidad con lo convenido entre dos partes se procede a la entrega y aceptación de cierta cantidad de mercancía o de moneda extranjera a un precio o a un tipo de cambio predeterminados. A medida que la contratación por anticipado se desarrollaba en el contexto de mercados organizados, por ejemplo, los de la Europa medieval y renacentista, la uniformización gradual de las estipulaciones contractuales se hizo realidad y fueron entonces posibles una mayor transferibilidad de los contratos y una mayor facilidad de liquidación 31/. A menudo se menciona el comercio del arroz en el Japón del siglo XVII como primer ejemplo histórico del mercado de operaciones a plazo en sentido moderno 32/. Las opciones extrabursátiles en divisas se introdujeron en Alemania en el siglo XIX 33/. Ahora bien, en el plan financiero el abanico actual de operaciones a plazo, opciones y permutas es de aparición relativamente reciente. No sorprende, pues, que los marcos normativos de los derivados no estén todavía suficientemente definidos en ciertos aspectos y, a pesar de tendencias recientes hacia una mayor convergencia, sigue habiendo entre ellos diferencias considerables (que reflejan no sólo las distintas tradiciones nacionales de la legislación y la reglamentación financieras respectivas, sino también prácticas diversas en cuanto al empleo de dichos instrumentos y en la participación de las empresas en estas transacciones).

Como se indica en la introducción al presente capítulo, las materias que se examinan bajo el epígrafe de la regulación y el control guardan relación con los riesgos sistémicos en grados diversos. La regulación y la fiscalización financieras versan tradicionalmente sobre una amplia gama de cuestiones: algunas tienen una relación directa con el funcionamiento del sistema financiero; otras, en cambio, se refieren en primer lugar al funcionamiento individual de las empresas y a sus relaciones con los clientes. Sin embargo, como el funcionamiento del sistema no se puede examinar en abstracto independientemente de las posiciones de los participantes individuales, las cuestiones de la segunda clase tienen en definitiva consecuencias para las de la primera, aunque en algunos casos los vínculos sean más estrechos que en otros.

Los regímenes que se aplican a los derivados siguen reflejando en un grado considerable los orígenes nacionales, aunque en muchas de sus medidas constitutivas se observa la influencia de las enseñanzas sacadas de la experiencia de otros países. Ahora bien, al igual que ocurre con la actividad bancaria internacional de manera más general, no sólo estos regímenes, sino también las prácticas de gestión de las empresas son cada vez más objeto de iniciativas de instituciones y entidades supranacionales. Las consideraciones siguientes no son un examen detenido de la regulación y el control, sino una reseña parcial destinada a poner de relieve las tendencias dominantes en esta esfera. El primer grupo de medidas que aquí se examinan es el de las que se proponen objetivos importantes de carácter claramente sistémico. Se hace a continuación un análisis de las iniciativas aplicables a los controles internos de las empresas, cuya relación con el riesgo sistémico es más indirecta. El tercer grupo de medidas examinadas tiene relación con diversos aspectos del funcionamiento ordinario de los mercados de derivados y no se refiere necesariamente al riesgo sistémico como tal riesgo. Sin embargo, y así se desprende claramente de las observaciones anteriores, estos dos asuntos no están nunca completamente separados en la práctica.

1. Mejoras introducidas en las bolsas

Se ha hecho ya referencia a cierto número de reformas de las bolsas estructuradas que tenían claramente como uno de sus objetivos principales la reducción del riesgo sistémico. El establecimiento de una cámara de compensación para la Bolsa de Metales de Londres es una reforma de esta clase, como lo es la reestructuración del marco jurídico e institucional de la Bolsa de Hong Kong después del crac de 1987. Las enseñanzas derivadas del crac han conducido también a la adopción de medidas en otros países con la finalidad de consolidar las bolsas en los períodos de tensión. Por ejemplo, en febrero de 1988 se creó un fondo de garantía de 100 millones de libras esterlinas para afianzar los contratos sobre operaciones a plazo y opciones tramitados por la cámara de compensación de la London International Financial Futures Exchange (LIFFE), que anteriormente sólo podía ofrecer como garantía el capital social relativamente pequeño de la empresa propietaria de la cámara de compensación y la obligación moral de sus accionistas (es decir, un sistema análogo al que existía antes del crac en Hong Kong) 34/. En la regulación de los Estados Unidos se ha prestado mucha atención a las posibilidades de reducir los riesgos a corto plazo durante el proceso de

compensación y liquidación. Por ejemplo, en 1988 se llegó a un acuerdo entre el Organismo de Compensación de la Cámara de Comercio de Chicago, la Cámara Mercantil de Chicago y los bancos liquidadores en virtud del cual las transferencias de los bancos compensadores al Organismo de Compensación en concepto de pagos marginales tenían carácter definitivo e irrevocable, independientemente de la posición que tuviera respecto del banco el miembro deudor de los pagos 35/.

A pesar de los diversos perfeccionamientos introducidos en los marcos jurídicos e institucionales de las principales bolsas de operaciones a plazo y opciones y a pesar de la adopción por muchas de ellas de normas análogas en determinadas esferas, las diferencias entre estos marcos y en el rigor de la fiscalización siguen siendo una fuente potencial de arbitraje regulador. Además, las normas sobre los intercambios de información entre los organismos reguladores están rezagadas respecto de las que rigen la actividad bancaria internacional. Es más, es probable que en la actualidad las disposiciones vigentes en esta esfera con relación a los bancos internacionales (lo que ha sido uno de los temas objeto de las orientaciones dictadas por el Comité de Basilea para la Supervisión Bancaria) 36/ son en la mayoría de los casos el principal vehículo para los intercambios de información, aunque, cabe suponer, adolezcan de lagunas en la medida en que los países han separado la regulación de la actividad bancaria y la de los mercados de operaciones a plazo 37/.

2. Controles internos

Recientemente los controles internos aplicados a los negociantes y a los usuarios de derivados han sido objeto de recomendaciones formuladas por diversos organismos. El estudio de los derivados globales publicado en 1993 por el Grupo de los Treinta (al que se ha hecho referencia en la precedente sección C.4) ha suscitado particular interés al respecto. El Grupo ha hecho un resumen de sus recomendaciones concretas 38/ en los términos siguientes: las empresas que negocien o utilicen estos instrumentos 1) deben determinar al nivel más elevado de autoridad y decisión el alcance de su participación en las actividades relacionadas con los derivados y la política que convenga aplicar; 2) deben evaluar las posiciones en relación con los derivados existentes en el mercado, por lo menos a los efectos de la gestión de los riesgos; 3) deben cuantificar sus riesgos de mercado bajo condiciones desfavorables en situaciones límite, realizar simulaciones de tensión y prever las necesidades de inversión en metálico y de financiación; 4) deben evaluar los riesgos de crédito dimanantes de las actividades relacionadas con los derivados sobre la base de cálculos frecuentes de riesgos presentes o posibles en situaciones crediticias límite; 5) deben reducir los riesgos de crédito haciendo una más amplia utilización de los acuerdos patrón multiproductos que contengan disposiciones de compensación global 39/ y procurando garantizar la validez jurídica de las transacciones sobre derivados en sus respectivos campos de actuación y en la relación recíproca; 6) deben establecer funciones de gestión de los riesgos de mercado y de crédito con un alcance preciso, independiente de la función de negociación 40/; 7) deben autorizar únicamente a los profesionales que tengan los conocimientos y la experiencia necesarios a realizar transacciones y a gestionar los riesgos en las actividades relacionadas con los derivados,

así como a efectuar trámites, presentar informes, realizar controles o hacer actos de intervención de dichas actividades; 8) deben establecer sistemas de información sobre la gestión debidamente complejos para calcular, gestionar y señalar los riesgos de las actividades relacionadas con los derivados oportuna y precisamente, y 9) deben adoptar prácticas de contabilidad y publicidad que puedan ser objeto de armonización internacional y aumenten la transparencia hasta que se pongan en vigor normas internacionales.

Dos estudios publicados al mismo tiempo por el Comité de Basilea para la Supervisión Bancaria y por el Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV) han tratado de cuestiones análogas 41/. La finalidad de ambos documentos es dar a las autoridades reguladoras orientaciones acerca de la elaboración de criterios aplicables a la fiscalización de las actividades desarrolladas por empresas financieras en la esfera de los derivados. Ahora bien, los dos documentos revisten también un interés evidente para los negociantes y los usuarios finales.

Como se ha señalado antes, algunas de las cuestiones objeto de las orientaciones microeconómicas sobre gestión y control interno tienen con los problemas del riesgo sistémico una conexión más directa que la que tienen con otros problemas. Uno de estos problemas es el riesgo de liquidez y la simulación de tensión. El riesgo de liquidez (descrito en la precedente sección B) guarda relación tanto con los posibles efectos de las transacciones de los participantes sobre los precios de los activos como con las dificultades relativas al acceso a fondos líquidos. Estas dos dimensiones del riesgo de liquidez pueden adquirir especial importancia en mercados que se encuentren en evolución rápida o desordenada. Las simulaciones de tensión pueden dar indicaciones sobre la manera en que reaccionarán probablemente las carteras de las empresas en esas condiciones, lo que hará posible una reducción de los riesgos de pérdida en el mismo momento en que estos riesgos serán también mayores para la mayoría de los demás participantes en el mercado 42/.

Existe actualmente una tendencia favorable a la atribución a los controles internos de los bancos de una función definida en cuanto a las normas de fiscalización prudencial y favorable también a una mayor utilización de los datos obtenidos en relación con estos controles a fin de cubrir las necesidades de los supervisores en materia de información 43/. Entre las ventajas que presenta esta tendencia figura la de reducir el costo de cubrir estas necesidades por parte de las instituciones encargadas de informar. La tendencia ha sido también favorecida por los que consideran que los modelos utilizados como parte de los controles internos de los bancos son el instrumento más apropiado para determinar los gravámenes del capital por riesgos financieros. Se preconiza este criterio como método que facilitará la adaptación de las normas de capitalización a los cambios, rápidos en muchos casos, que modifican los instrumentos y los sistemas de gestión de riesgos relacionados con la innovación financiera 44/. En sus propuestas más recientes sobre modificaciones del capital para cubrir los riesgos de mercado (analizados en el apartado siguiente), el Comité de Basilea para la Supervisión Bancaria acepta, bajo determinadas condiciones, la utilización de modelos internos para la evaluación de dichos riesgos.

3. Normas prudenciales y transparencia

En la actualidad el principal elemento objeto de las iniciativas en curso en relación con la supervisión prudencial de los derivados son los instrumentos extrabursátiles. En los países que tienen los mercados financieros más importantes los principales negociantes extrabursátiles están sujetos en la mayoría de los casos a una u otra forma de regulación 45/. Además, el negocio de los derivados extrabursátiles está relativamente concentrado; por ejemplo, en los Estados Unidos, no más de ocho bancos tienen a su cargo más del 85% de los derivados extrabursátiles referidos al tipo de interés y a la moneda que estaban pendientes entre 50 de los mayores bancos del país a fines de 1991 y las ocho empresas principales tuvieron a su cargo el 56% de la actividad mundial relacionada con las permutas sobre tipos de interés y moneda alrededor de la misma fecha según el estudio antes mencionado del Grupo de los Treinta 46/. Es de prever que esta concentración facilitará la labor de supervisión hasta cierto punto (aunque, a causa del volumen de los vínculos entre empresas que ello supone, puede dar origen a mayores riesgos sistémicos en determinadas circunstancias). Sin embargo, las regulaciones son distintas de un país a otro y la transparencia de las actividades de las empresas financieras relacionadas con los derivados sigue siendo considerada como insuficiente. Además, está lejos de haber llegado a su fin el proceso de definir de común acuerdo normas internacionalmente armonizadas de capitalización para las posiciones adoptadas por dichas empresas en relación con los derivados.

Los perfeccionamientos que se introducen en los regímenes prudenciales nacionales de los derivados están siendo influidos cada vez más por las iniciativas adoptadas en el plano internacional. Estas iniciativas estaban dirigidas inicialmente hacia los derivados como parte de las propuestas y medidas destinadas a reducir o controlar los aspectos generales del riesgo financiero asociadas con la actividad bancaria y la negociación de valores en general. Con esa finalidad se trató separadamente de los derivados sólo en la medida en que sus características exigían un tratamiento especial. Sin embargo, más recientemente, como se ha señalado más arriba al examinar los controles internos, las orientaciones formuladas por los organismos internacionales se han referido también a ciertos aspectos de los derivados propiamente dichos.

El riesgo de crédito relacionado con los derivados está regido actualmente por las directivas de la UE sobre normas de capitalización para los bancos 47/ y por el acuerdo de 1988, "Convergencia internacional de la medición del capital y de las normas de capitalización", adoptado por el Comité de Basilea para la Supervisión Bancaria. Como el Comité de Basilea goza de una aceptación cada vez mayor como fuente principal de normas para la actividad bancaria internacional, es probable que sus orientaciones sobre esta materia sirvan de modelo para los regímenes bancarios en todo el mundo. Los riesgos de mercado se rigen por la directiva de UE sobre adecuación del capital (DAC), que ha de entrar en vigor en 1996 48/. Las propuestas iniciales del Comité de Basilea sobre esta materia publicadas en abril de 1993 49/ (que seguían líneas análogas a las enunciadas en la DAC) fueron criticadas por los bancos. Según estas propuestas, se habrían aplicado gravámenes de capital al valor corriente en el mercado de las posiciones

abiertas de los bancos en valores de deuda y en las participaciones de capital, así como a las posiciones sobre moneda que presentaran riesgo en materia de divisas. La base de los gravámenes habrían sido evaluaciones normalizadas de los diferentes riesgos cubiertos. En las observaciones recibidas durante el ulterior proceso de consulta se subrayó con especial insistencia que las propuestas no preveían estímulos para el perfeccionamiento de los sistemas de gestión de riesgos, que se tenían insuficientemente en cuenta las correlaciones y los efectos de cartera entre los instrumentos y los mercados y, por consiguiente, los estímulos inadecuados para la diversificación de los riesgos, así como la incompatibilidad probable de muchas de las características de las propuestas con los sistemas propios de los bancos para la gestión de riesgos (lo que podía dar lugar a duplicaciones costosas en la medida en que las instituciones tenían que evaluar los riesgos de mercado de dos modos distintos) 50/.

En consecuencia, en las propuestas consultivas revisadas de abril de 1995, el Comité de Basilea ha presentado como alternativa la posibilidad de utilizar los modelos internos de los bancos para apreciar los riesgos de mercado en relación con el cálculo de los gravámenes de capital. Esta alternativa dependería del hecho de que los supervisores dieran su conformidad a las normas cualitativas aplicadas por un banco para organizar su función de gestión de riesgos y a las normas cuantitativas que determinan la manera de calcular el valor en situación de riesgo 51/. El factor de multiplicación aplicado al valor en situación de riesgo a fin de calcular los gravámenes de capital sería determinado por los supervisores teniendo también en cuenta su apreciación de los sistemas instituidos por los bancos para la gestión de riesgos y teniendo en cuenta su experiencia reciente en materia de inestabilidad, pero no sería inferior a tres. En el caso de los bancos que no utilizan modelos detallados de gestión de riesgos, los supervisores utilizarían una versión ligeramente revisada del criterio unificado del Comité de Basilea, propuesto en abril de 1993 para calcular los gravámenes de capital correspondientes al riesgo de mercado.

Así, el resultado de las iniciativas formuladas hasta el momento se reduce a los comienzos de un régimen armonizado de normas internacionales para la regulación de las actividades relacionadas con los derivados, con un tratamiento incompleto tanto de las cuestiones planteadas como de las empresas financieras. Las directivas de la UE se aplican tanto a los bancos como a las empresas que operan con valores en todos los países miembros de la Unión. Sin embargo, las normas del Comité de Basilea sobre el capital sólo se aplican a los bancos que realizan operaciones internacionales; se reconoce a los países cierta latitud en cuanto al alcance de la aplicación de las normas en el plano nacional. Como la jurisdicción de los supervisores bancarios abarca la negociación de valores en grados que difieren de un país a otro, buena parte de la labor del Comité de Basilea relacionada con el riesgo de mercado se ha realizado conjuntamente con el Comité Técnico de la OICV. A causa de las discrepancias existentes en su propio seno, la OICV no ha podido hacer suyas las propuestas del Comité de Basilea de abril de 1993 sobre los gravámenes de capital correspondientes al riesgo de mercado 52/. En el momento de redactar el presente informe no se conocía la reacción de la OICV a las nuevas propuestas de abril de 1995. Se da por

supuesto que el plazo de consulta abierto para estas propuestas expira a fines de julio de 1995 y que la fecha de su puesta en práctica por los países miembros del Comité de Basilea sería fines de 1997. Incluso si se cumple este calendario, quedaría pendiente la tarea de armonizar las normas de la UE sobre los gravámenes de capital enunciadas en la DAC con las revisiones introducidas por el Comité de Basilea en su acuerdo sobre el capital a fin de incluir los riesgos de mercado. Por consiguiente, queda todavía un tanto lejos la posibilidad de llegar a un marco internacionalmente convenido para los principales aspectos de la supervisión de las actividades de las empresas financieras en materia de derivados.

Parece más fácil llegar a un consenso acerca de la presentación de informes y de la transparencia. Los objetivos al respecto son mejorar las informaciones que están al alcance no sólo de los organismos reguladores, sino también de los copartícipes y de los inversionistas en títulos de las empresas financieras. La publicidad acerca de las carteras de derivados y de las posiciones relacionadas con el capital, las prácticas de contabilidad y otras dimensiones más cualitativas de la utilización y negociación de los derivados harían posible la adopción de mejores decisiones acerca de una empresa tanto por los copartícipes como por los inversionistas y servirían así de indicación útil acerca de su gestión. Teniendo en cuenta estos objetivos, en septiembre de 1994 un grupo especializado del Comité Permanente sobre la Euromoneda de los Bancos Centrales del Grupo de los Diez hizo público un documento (el "Informe Fisher") que, como es natural teniendo en cuenta la estrecha relación existente entre el Comité Permanente y el Comité de Basilea, recomendó la adopción de un marco de publicidad para la exposición al riesgo y los procedimientos de gestión de riesgos de las empresas financieras que estaba basado en sus propios sistemas internos 53/. En un documento de agosto de 1994 el Instituto de Financiación Internacional propuso orientaciones análogas 54/. En mayo de 1995, el Comité de Basilea y la OICV hicieron público un informe conjunto sobre un marco normativo de las informaciones que pueden ser útiles a los supervisores para fiscalizar las actividades de empresas financieras relacionadas con los derivados 55/. Las informaciones se clasifican en relación con las clases principales de riesgo no sistémico descritas más arriba en la sección B y en relación con los efectos de los derivados sobre los beneficios de las empresas. El marco mínimo propuesto sólo enuncia algunas exigencias en materia de información; los principales temas objeto de atención son las sumas teóricas pendientes de derivados en la exposición de las empresas financieras, la solvencia de los copartícipes, los plazos de vencimiento y las pérdidas debidas a las posiciones de derivados. En un trabajo ulterior se tratará de otros temas relacionados con un marco mínimo. Los efectos de poner una mejor información a disposición de los supervisores dependen del alcance de los regímenes armonizadores en vigor y, por ello, su utilidad se acrecentará a medida que se pongan en práctica sistemas más completos de orientaciones prudenciales armonizadas y se amplíe su alcance geográfico.

4. Otras soluciones sugeridas

Se han puesto en circulación otras ideas para mejorar el funcionamiento de los mercados de derivados y reducir los riesgos. Según una propuesta, se modificaría el marco normativo dentro del cual operan las empresas financieras de tal modo que las actividades relacionadas con los derivados y con otros instrumentos no tuvieran por objeto la cobertura del riesgo cambiario o no estuvieran relacionadas con una función exclusivamente intermediaria que habría de ser desarrollada en entidades jurídicas distintas creadas al efecto. Esta idea se basa en una concepción para el diseño de sistemas financieros en los que se harían distinciones jurídicas mucho más claras entre entidades diferentes, según el nivel de riesgo correspondiente a su activo. Probablemente, su adopción tropezaría con la resistencia de las empresas financieras, para las cuales la prestación de diversos servicios está relacionada en muchos casos con los esfuerzos desplegados para conseguir beneficios mediante la toma de posiciones en los mercados utilizados en relación con estos servicios. Si bien esta descripción de las actividades de las empresas financieras según sus riesgos aumentaría la transparencia y, en consecuencia, es de esperar, reduciría los incentivos de especulación, los efectos sobre el riesgo sistémico no serían necesariamente grandes.

Otra propuesta está encaminada a establecer una cámara de compensación para las permutas realizadas en bolsas y para otros contratos extrabursátiles. El sistema se aplicaría a un número limitado de contratos normalizados 56/. Los intercambios con cámaras de compensación apropiadamente designadas pueden reducir los riesgos, como se desprende de la descripción de su función en la precedente sección C. Otras posibles ventajas son mejoras en la transparencia de posiciones y transacciones, la probabilidad de participación en las transacciones por parte de una gama más amplia de empresas que la existente en la actualidad (lo que tendría como consecuencia intensificar la competencia) y una mayor liquidez. Sin embargo, se han expresado dudas acerca de la magnitud de estas ventajas 57/. De hecho, en 1991 fracasó un intento de la Cámara de Comercio de Chicago que pretendía introducir la negociación de permutas normalizadas con tipos de interés de tres y cinco años porque no despertaron atención entre los inversionistas 58/. Más recientemente, ha habido alguna iniciativa espontánea en este sentido. Por ejemplo, la Bolsa de Opciones de la Cámara de Chicago y la Bolsa de Valores de Filadelfia prestan actualmente servicios para la negociación de contratos de opciones no normalizadas. Este método presenta la ventaja de que la utilización de estos servicios está determinada por la oferta y la demanda de los que desean combinar la flexibilidad en cuanto a las estipulaciones contractuales con la seguridad proporcionada por una cámara de compensación y están dispuestos a correr el riesgo de que el mercado de un contrato determinado no tenga liquidez. Se evita así la presión en favor de la normalización general de los contratos, lo que es un motivo de preocupación para los negociantes extrabursátiles.

Otra propuesta reciente se refiere a la estructura de los incentivos previstos en los programas típicos de remuneración de los negociantes de las empresas financieras 59/. Estos programas consisten en un sueldo básico junto con una prima relacionada con los beneficios que puede ser muy importante y se convierte, pues, en un incentivo para correr riesgos que en

algunos casos son exageradamente elevados. Según la propuesta, las primas dependerían no sólo de los niveles, sino también de la variabilidad de los beneficios; estarían relacionadas positivamente con los primeros y negativamente con los segundos. Es difícil evaluar el efecto de este cambio en el riesgo sistémico en abstracto, al margen de otras características de la gestión de riesgos por las empresas financieras, entre ellas sus controles internos 60/. Algunas empresas son ya favorables a basar la remuneración de los negociadores en una fórmula según la cual los beneficios obtenidos por unidad que sean superiores a los de una cartera libre de riesgos se comparan con un punto de referencia global que reflejan los que se podían haber previsto de la evolución del mercado en su conjunto. Esta fórmula parece estar encaminada a conseguir el mismo objetivo que la propuesta antes descrita 61/.

Parece, pues, que no existe una alternativa fácil o sencilla a continuar un proceso prolongado de elaboración de normas internacionales armonizadas para la regulación de los mercados de derivados a la vez que se despliegan esfuerzos fragmentarios para mejorar los regímenes armonizadores nacionales existentes. Los mercados de derivados seguirán estando sujetos al riesgo sistémico a causa de las contingencias de la inestabilidad excepcionalmente elevada de los mercados en el caso de los activos subyacentes y los impagos de las empresas financieras con grandes carteras de instrumentos derivados (sobre todo si estas circunstancias combinan sus efectos). Normas mejor armonizadas brindarían mayores defensas contra este riesgo, pero es improbable que lo eliminen. Mientras tanto, la feliz superación de los períodos de tensión sigue dependiendo de la gestión de los riesgos propios por las empresas financieras y de la calidad y el alcance de la supervisión nacional.

5. Observaciones finales

Si bien son transacciones que se conocen y realizan desde hace tiempo, hasta el decenio de 1970 las operaciones a plazo y las opciones fueron un tema un tanto esotérico, salvo en la esfera de los productos básicos. Ahora bien, desde la introducción de las operaciones a plazo y de las opciones sobre instrumentos financieros negociadas en bolsa, los derivados se han convertido gradualmente en parte integrante de la gestión de sus activos y pasivos por los bancos y los inversionistas institucionales. A causa de su difusión cada vez mayor en las operaciones de las instituciones financieras, los derivados han ocupado una importancia cada vez más destacada en los programas de regulación. Con unas pocas excepciones, la utilización de derivados sigue siendo relativamente limitada en el mundo en desarrollo y en las economías en transición, a pesar del recurso tradicional a las operaciones a plazo y las opciones por parte de los que intervienen en la negociación de sus exportaciones de productos primarios. Sin embargo, en los países en desarrollo la cobertura del riesgo cambiario y la especulación en derivados por los inversionistas nacionales y de cartera están aumentando sin que existan todavía mercados estructurados de operaciones a plazo y de opciones sobre instrumentos financieros, y es de prever que este proceso se acelerará en consonancia con la liberalización de sus mercados financieros 62/.

La experiencia histórica indica que la expansión de la utilización y negociación de derivados habrá de ser una ampliación orgánica de la cobertura del riesgo cambiario y de otras operaciones de las empresas financieras en relación con la gestión del balance. Las iniciativas promotoras de estímulos artificiales para la negociación de derivados -por ejemplo, mediante el establecimiento de bolsas que tengan exclusivamente por objeto atraer actividades a los centros financieros incipientes de los países en desarrollo- tendrán probablemente por resultado la creación de mercados en los que domine la especulación y que pueden representar una amenaza para la estabilidad de los sistemas financieros de los que forman parte. Por lo demás, una utilización más amplia de los derivados habrá de ir acompañada por la institución de sólidos marcos de regulación y supervisión, de los que un elemento integral es garantizar que controles internos rigurosos funcionan en el plano de la empresa. A medida que se difunde la utilización de los derivados, es de prever que los vínculos entre las empresas y las bolsas participantes se traducirán en una mayor presión en favor de la concertación de acuerdos más precisos sobre normas prudenciales, con la participación de países en desarrollo así como de los países de la OCDE, a partir de las actividades en curso en la UE, el Comité de Basilea para la Supervisión Bancaria y la OICV.

1/ Varios contratos de futuros y opciones se negocian en bolsas organizadas. Los futuros implican la entrega de los productos o instrumentos financieros a un precio especificado y en una fecha futura. Las opciones otorgan al comprador el derecho (aunque sin ninguna obligación) de comprar o vender productos o instrumentos financieros en el futuro a un precio preestablecido. En el caso de los derivados negociados en bolsa, los contratos son estándar. Las empresas financieras también venden derivados en el mercado extrabursátil, en cuyo caso estos contratos pueden ser individualizados. Entre los derivados negociados en el mercado extrabursátil figuran las opciones, los contratos a plazo (similares a los futuros, pero que no son negociales en bolsa), las operaciones swap (que implican el intercambio de pagos periódicos en la misma moneda o en monedas diferentes conforme a un calendario especificado), y otros contratos en que se establecen derechos y obligaciones dependientes del comportamiento de un determinado instrumento financiero o moneda, índice de precios o tipo de interés.

2/ Banco de Pagos Internacionales, Recent Developments in International Interbank Relations, Informe preparado por un grupo de trabajo establecido por los bancos centrales de los países del Grupo de los Diez (Informe Promisel) (Basilea, 1992), pág. 25.

3/ Discurso de apertura pronunciado por el Dr. William R. Whyte en la Conferencia "The Implications of Derivatives for Regulation", organizada por la London School of Economics y celebrada en la Universidad de Londres el 2 de diciembre de 1994 (reproducido en el BIS Review, de 22 de diciembre de 1994).

4/ El riesgo de la base es el resultante de estas correlaciones inadecuadas.

5/ Esta información se basa principalmente en Rudolf Wolff & Co. Limited, Wolff's Guide to the London Metal Exchange, tercera edición (Londres, etc.: Metal Bulletin Books, 1987), cap. 11, y R. Kestenbaum, The Tin Men. A Chronicle of Crisis (Londres, etc.: Metal Bulletin Books, 1991). (Ralph Kestenbaum era el portavoz y representante de los corredores acreedores durante las negociaciones sobre liquidación de reclamaciones pendientes entre el Consejo Internacional del Estaño y sus acreedores a raíz de la suspensión de pagos de 1985.)

6/ El margen inicial pagado por un miembro liquidador en el momento de abrir una cuenta, juntamente con los pagos subsiguientes de márgenes relacionados con las pérdidas sobre posiciones en el mercado, calculados de acuerdo con los precios del mercado sobre una base diaria o con más frecuencia, limitan la exposición de la cámara de compensación en caso de suspensión de pagos. El riesgo de los miembros liquidadores ante sus propios clientes (de cuyas transacciones son responsables) es limitado, debido a la exigencia de unos sistemas de margen similares aunque independientes.

7/ A continuación figura una descripción de las consecuencias de esta situación catastrófica según el testimonio presentado ante el Comité de Comercio e Industria de la Cámara de los Comunes del Reino Unido el 12 de febrero de 1986 (cita de Kestenbaum, op. cit., págs. 57 y 58): "Si el mercado de la Bolsa de Metales de Londres reanuda las operaciones sin disponer de fondos para reembolsar los préstamos bancarios o para pagar el estaño que ha comprado en los mercados, se desencadenaría la siguiente serie de acontecimientos:

a) La BML abre sin que el ITC pueda cumplir sus compromisos con los corredores.

b) El corredor A acepta estaño de otros operadores del parqué de la BML y lo presenta al ITC para su pago. El ITC suspende pagos.

c) El corredor A, que se encuentra en una posición larga, se ve obligado a vender para reducir las pérdidas. Los precios bajan.

d) Los bancos a su vez venden el estaño que retienen como garantía de los préstamos.

e) Otros corredores se hallan en posición similar, y si el precio se cotiza a 5.000 libras por tonelada, las pérdidas son aproximadamente de 202 millones de libras entre los 14.

f) El corredor A se encuentra ahora en una situación de insolvencia como resultado de las pérdidas al cierre en la posición estaño del ITC.

g) El corredor A se ve obligado a suspender operaciones en todos los

productos básicos (incluidos otros metales y materias primas agrícolas) e informar a todos los operadores.

h) Otros intermediarios sufren las consecuencias de la suspensión de pagos del corredor A (así como del ITC) y tienen que liquidar sus posiciones no deseadas con el corredor A.

i) Como resultado de la situación descrita en g) y h), todos los mercados, no sólo el del estaño, se unen contra las empresas que tratan de liquidar sus posiciones no deseadas, con lo que las pérdidas aumentan.

j) Otro intermediario suspende pagos, y el ciclo se repite una y otra vez a partir de la situación descrita en g).

La existencia misma de la Bolsa de Metales de Londres y de todos sus miembros se verá en grave peligro. Además, como estas empresas tienen fuertes intereses en el mercado de metales, en el mercado de divisas y en los mercados de materias primas agrícolas, su quiebra tendrá un efecto de dominó sobre toda la gama de instituciones financieras y empresas comerciales con sede en Londres".

8/ Kestenbaum, op. cit., pág. 95.

9/ Ibíd., pág. 68. Esta reticencia podría dar lugar a un comportamiento contrario al reglamento de la BML, que prohíbe a los operadores negarse a realizar transacciones con otros operadores en el parqué de la bolsa (el "Ring").

10/ Comité de Operaciones de Bolsa, The Operation and Regulation of the Hong Kong Securities Industry. Report of the Securities Review Committee (Hong Kong, 1988), pág. 410 (se trata del informe del Comité Hay Davison mencionado anteriormente). Si se utiliza el nivel máximo de 3.950 puntos alcanzado por el índice Hang Seng el 1º de octubre, el valor equivalente en acciones de los intereses pendientes de 35.000 contratos = 3.950 x 35.000 x 50 dólares HK (el multiplicador de los contratos) = (aproximadamente) 6.900 millones de dólares HK.

11/ Ibíd., pág. 411

12/ Ibíd., pág. 155.

13/ Comisión de Bolsa y Valores de los Estados Unidos (División de Reglamentación del Mercado), The October 1987 Market Break (Washington D.C.: US Government Printing Office, 1988), págs. 11 a 19.

14/ R. Fell, Crisis and Change: The Maturing of Hong Kong's Financial Markets, 1981-1989 (Hong Kong, Longman Group (Far East), 1992), págs. 195 a 197 y 226. (Robert Fell fue posteriormente miembro de la Comisión de Valores y de la Comisión de Banca de Hong Kong en los años 80, y después de jubilarse actuó como jefe ejecutivo de la bolsa de Hong Kong con posterioridad al "crac" de 1987.)

15/ Comité de Operaciones de Bolsa, op. cit., cap. VII.

16/ Aunque la terminología en esta esfera es imprecisa, la reconversión de activos generalmente se refiere a la redistribución por los inversores de sus fondos entre tipos generales de activos, en particular acciones, futuros y opciones, sobre la base de estrategias que a menudo consideran a estos tipos generales como si se tratase de activos individuales; el arbitraje implica la transferencia de fondos entre mercados, principalmente de acciones y futuros, a fin de beneficiarse de las diferencias entre el valor de las acciones en carteras que reflejan los índices de los precios de las acciones, por una parte, y el valor estimado teórico de los futuros, determinado por el índice correspondiente, los tipos de interés y dividendos, el período restante hasta la expiración del contrato de futuros y los costos relativos de las transacciones, por otra; y la protección de carteras es una técnica destinada a garantizar una tasa de rentabilidad mínima de una cartera sin renunciar a la posibilidad de beneficiarse de un movimiento más favorable del mercado mediante estrategias bursátiles que varían, de manera continua o casi continua, las proporciones en la cartera de opciones pagaderas a la vista e instrumentos monetarios o de acciones, futuros e instrumentos monetarios, según las fluctuaciones en los precios de los activos.

17/ A raíz del "crac" de 1987, algunos organismos oficiales publicaron diversos informes, de los cuales dos de los más completos son el de la Comisión de Bolsa y Valores mencionado anteriormente y el de la Comisión Brady, Report of the Presidential Task Force on Market Mechanisms (Washington, D.C.: US Government Printing Office, enero de 1988). Se recogen extractos de estos informes, juntamente con un erudito comentario en una publicación del Mid America Institute for Public Policy Research, Inc., Chicago, Illinois, titulada Black Monday and the Future of Financial Markets (Homewood, Illinois: Dow Jones-Irwin, 1989).

18/ Las operaciones en futuros, opciones, o ambos, se realizaban conjuntamente con las operaciones en acciones en el momento del "crac" de 1987 en diversos mercados distintos de los Estados Unidos (y Hong Kong). (El artículo de R. W. Roll titulado "The international crash of October 1987", que figura en Black Monday and the Future of Financial Markets, pág. 54, incluye un resumen en forma de cuadros). No obstante, su importancia variaba, ya que las estrategias descritas anteriormente son menos importantes fuera de los Estados Unidos (véase, por ejemplo, Comisión de Bolsa y Valores de los EE.UU., op. cit., págs. 11 a 13).

19/ M. Mayer, Markets (Nueva York, etc.: Simon and Schuster, 1988), pág. 78.

20/ Por lo que respecta a las medidas institucionales sobre liquidación de los pagos de los márgenes en la Bolsa Mercantil de Chicago, véase Banco de la Reserva Federal de Nueva York, The Chicago Mercantile Exchange (Nueva York, julio de 1989), págs. 83 a 99.

21/ Banco de la Reserva Federal de Nueva York, An Overview of the Operations of the Options Clearing Corporation (Nueva York, abril de 1989), pág. 27.

22/ Comisión de Bolsa y Valores de los EE.UU., op. cit., págs. 10-44 a 10-48.

23/ Ibíd., págs. 3-6 a 3-9. Para un estudio resumido, que incluye también artículos más recientes, véase D. A. Dubofsky, Options and Financial Futures. Valuation and Uses (Nueva York, etc.: McGraw-Hill, 1992), págs. 171 y 172 y 435 a 448.

24/ Comisión de Bolsa y Valores de los EE.UU., op. cit., pág. xiv.

25/ Ibíd., págs. 3-9 a 3-16, y Report of the Presidential Task Force on Market Mechanisms, cap. 4 (en particular, págs. 34 a 36) y Analytical Study III (en particular páginas III-20 a III-21).

26/ La liquidación de las carteras de derivados de estas instituciones se describe en "Several significant defaults affecting the over-the-counter derivatives market", documento de trabajo 4 para el informe de la Comisión de Contratación de Futuros de Mercancías titulado OTC Derivative Markets and Their Regulation (Washington, D.C., octubre de 1993). Hay otro resumen del caso del DBL en Safety and Soundness Issues Related to Bank Derivative Activities - Part 3, Audiencia ante el Comité de Banca, Finanzas y Asuntos Urbanos, Cámara de Representantes, 103º Congreso, primer período de sesiones, 28 de octubre de 1993 (Washington, D.C.: US Government Printing Office, 1994) ("Leach Report"), págs. 798 a 800.

27/ El capital teórico es la suma sobre la que se calculan los pagos de intereses en una operación "swap". En los "swaps" de tipo de interés, en que ambas series de pagos de intereses se realizan en la misma moneda, no hay intercambio de capitales. Estos intercambios se producen con más frecuencia en el caso de "swaps", en que los pagos de intereses se realizan en monedas diferentes.

28/ El hecho de que no se desligasen de sus obligaciones resulta tanto más sorprendente cuanto que unas dos terceras partes de los "swap" de DBL Products eran al parecer de carácter monetario; en otras palabras, debido a las variaciones en los tipos de interés y, por lo tanto, en el valor capitalizado de los pagos en virtud de los acuerdos "swap" desde su entrada en vigor inicial, DBL tenía un saldo acreedor en virtud del acuerdo de poner fin a la operación antes del vencimiento.

29/ B. Quinn, "Derivatives - where next for supervisors?", en Group of Thirty Occasional Paper 44, Global Derivatives: Public Sector Responses (Washington, D.C.: Grupo de los Treinta, 1993), pág. 38. (Brian Quinn, Director del Banco de Inglaterra, pronunció esta conferencia en un seminario sobre los derivados convocado para discutir el estudio de los derivados globales preparado por el Grupo de los Treinta titulado Derivatives: Practices and Principles (Washington, D.C.: Grupo de los Treinta, 1993); muchas de las conferencias pronunciadas en el seminario se reproducen en la publicación citada.)

30/ A un nivel elemental, el agente en operaciones "swap" puede protegerse contra los riesgos ocasionados por los pagos que deben hacerse a un intermediario o recibirse de él, adoptando posiciones en instrumentos del mercado monetario o en los correspondientes contratos de futuros si no hay otro operador que exija pagos que compensen exactamente los de la primera operación "swap". El riesgo de los operadores en complejos instrumentos extrabursátiles, que en la actualidad son cada vez más corrientes y que pueden combinar futuros de diferentes tipos de derivados, se descompone a menudo según los diferentes componentes del riesgo, cada uno de los cuales puede prevenirse adoptando posiciones compensadoras en derivados y otros activos financieros mediante transacciones extrabursátiles o bursátiles. Este proceso puede invertirse: los riesgos relacionados con una serie de pagos o recibos netos en virtud de un conjunto de operaciones "swap" pueden compensarse con las corrientes en efectivo de signo contrario relacionadas con una posición en un instrumento único, como los pagarés del Tesoro de los Estados Unidos. Véase, por ejemplo, J. F. Marshall y K. R. Kapner, Understanding Swaps (Nueva York, etc.: John Wiley and Sons, 1993), págs. 187 a 191.

31/ En la obra de R. Ehrenburg, Capital and Finance in the Age of the Renaissance, traducida al inglés por H. M. Lucas (Londres: Cape, 1928), págs. 243 y 244, se hace referencia a las apuestas sobre cambio de monedas que se hacían en las ferias españolas que tenían lugar en el siglo XVI en Amberes; las liquidaciones se efectuaban de manera parecida a la que se utiliza modernamente en los pagos de compensación con ocasión de las transacciones a plazo.

32/ El mercado de arroz de Dojima, en la zona septentrional de Osaka, empezó a funcionar en 1688. Las transacciones realizadas en este mercado se desarrollaron gradualmente de conformidad con muchas de las normas que caracterizan las operaciones a plazo modernas sobre productos básicos (por ejemplo: la uniformización de los contratos, las clasificaciones básicas de los productos, una cámara de compensación y, más adelante, ya en el siglo XIX, una disposición sobre la entrega material del producto). Véase, por ejemplo, por A. Alletzhauser, The House of Nomura (Londres: Bloomsbury Publishing, 1990), págs. 26 y 27, y por R. J. Teweless, C. V. Harlow y H. L. Stone, The Commodity Futures Game. Who Wins? Who Loses? Why? (Nueva York, etc.: McGraw-Hill, 1974), págs. 8 y 9.

33/ En el Berlín del siglo XIX los exportadores de productos básicos, el carbón entre ellos, podían cotizar precios fijos en rublos a sus clientes en Rusia y cubrir sus riesgos mediante ventas anticipadas contingentes (en realidad, opciones de venta de rublos a un tipo de cambio prefijado). L. B. Yeager, International Monetary Relations: Theory, History, and Policy, 2ª edición (Nueva York, etc.: Harper and Row, 1976), pág. 269.

34/ Federal Reserve Bank of New York, Exchanges and Clearing Houses for Financial Futures and Options in the United Kingdom (Nueva York, marzo de 1989), págs. 15 a 20.

35/ The Chicago Mercantile Exchange, pág. 96, y Federal Reserve Bank of New York, Clearing and Settlement through the Board of Trade Clearing Corporation (Nueva York, febrero de 1990), pág. 17.

36/ El Comité de Basilea para la Supervisión Bancaria (denominado antes Comité de Basilea sobre Regulaciones Bancarias y Prácticas Supervisoras) fue creado en 1974 por los bancos centrales de Alemania, Bélgica, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón, Luxemburgo, Países Bajos, Reino Unido, Suecia y Suiza con la misión de intensificar la colaboración entre las diversas autoridades nacionales a fin de desempeñar una prudente fiscalización sobre la actividad bancaria internacional. Véase un análisis de su actividad, por ejemplo, en el trabajo de A. J. Cornford, "The role of the Basle Committee on Banking Supervision in the regulation of international banking", UNCTAD Discussion Paper Nº 68.

37/ Una evaluación preliminar lleva a suponer que intercambios inadecuados de información por parte de los organismos reguladores del Reino Unido, Singapur y el Japón contribuyeron a hacer más lenta su reacción frente a la acumulación por el Banco Barings de operaciones a plazo que fueron más tarde causa de su insolvencia. Véase, por ejemplo, el editorial publicado en el Financial Times del 6 de abril de 1995 "Looking back at Barings".

38/ Op. cit., págs. 7 y 8.

39/ Se entiende por acuerdo de compensación global el pacto en virtud del cual todas las obligaciones y prestaciones que sean objeto de contrato, pero de cumplimiento todavía no debido, que pesen sobre una empresa financiera quedan extinguidas mediante un solo pago en el caso de que se produzca una de las circunstancias enumeradas en una lista, entre ellas la insolvencia. Un acuerdo de esta índole puede reducir la amplitud del riesgo de crédito de las empresas interesadas.

40/ Aun cuando el tema central del estudio del Grupo de los Treinta son los derivados extrabursátiles y no los derivados negociados en bolsa, la importancia de esta recomendación sobre las vías jerárquicas y la independencia de la gestión de los riesgos respecto de la función de negociación ha sido puesta de relieve por la insolvencia de la banca Barings, que parece haberse debido a los mecanismos defectuosos existentes precisamente en estas esferas en relación con su operador, Nick Leeson. En la recomendación 8 del estudio se señala con insistencia la necesidad de una gestión independiente del riesgo mercantil.

41/ Comité de Basilea para la Supervisión Bancaria, "Risk management guidelines for derivatives" (Basilea, julio de 1994) y Organización Internacional de Comisiones de Valores, "Operational and financial risk management control mechanisms for over-the-counter derivatives activities of regulated securities firms" (Montreal, julio de 1994). (La OICV sirve de punto de encuentro a los organismos reguladores de las transacciones con valores de un gran número de países; su Comité Técnico está integrado por expertos procedentes de países que poseen centros financieros importantes.)

42/ La necesidad de realizar simulaciones periódicas de tensión es el tema objeto de la recomendación 6 del estudio del Grupo de los Treinta.

43/ Diversos aspectos de las posibilidades de una mayor utilización por los supervisores de los datos obtenidos por los sistemas de los bancos para la gestión de los riesgos se examinan en el informe del Banco de Pagos Internacionales, Issues of Measurement Related to Market Size and Macroprudential Risks in Derivatives Markets, informe preparado por un grupo de trabajo creado por los bancos centrales de los países del Grupo de los Diez (Basilea, febrero de 1995) ("Informe Brockmeijer"), págs. 19, 21, 29 y 35 y anexo I (pág. 4).

44/ C. Taylor, A New Approach to Capital Adequacy for Banks (Londres: Centro para el Estudio de la Innovación Financiera, julio de 1994).

45/ Las lagunas existentes en el marco normativo de los derivados extrabursátiles en los Estados Unidos se describen en la publicación de la Oficina de Contabilidad General de los Estados Unidos (GAO), Financial Derivatives. Actions Needed to Protect the Financial System (Washington, D.C., mayo de 1994), cap. V.

46/ Op. cit., págs. 131 y 132.

47/ Las directivas principales son la directiva del Consejo 89/299/EEC de 17 de abril de 1989 ("Directiva sobre fondos propios"), transcrita en el Diario Oficial de las Comunidades Europeas, Nº L124, 5 de mayo de 1989, y la directiva del Consejo 89/647/CEE, de 18 de diciembre de 1989 ("Directiva sobre el margen de solvencia"), ibíd., Nº L386, 30 de diciembre de 1989.

48/ Directiva 93/6/CEE, transcrita en el Diario Oficial de las Comunidades Europeas, Nº L141/1, 11 de junio de 1993.

49/ Comité de Basilea para la Supervisión Bancaria, The Supervisory Treatment of Market Risks (Basilea, abril de 1993).

50/ Comité de Basilea para la Supervisión Bancaria, Proposal to Issue a Supplement to the Basle Capital Accord to Cover Market Risks (Basilea, abril de 1995), pág. 2, y An International Model-Based Approach to Market Risk Capital Requirements (Basilea, abril de 1995), pág. 1.

51/ Se entiende por valor en situación de riesgo la disminución de ingresos relacionada con una desviación respecto de los ingresos previstos que tienen un grado de confianza especificado.

52/ Comité de Basilea para la Supervisión Bancaria, Report on International Development in Banking Supervision, informe Nº 9 (Basilea, septiembre de 1994), pág. 80.

53/ Banco de Pagos Internacionales, "Public disclosure of market and credit risk", documento de discusión preparado por un Grupo de Trabajo del Comité Permanente sobre la Euromoneda de los Banco Centrales del Grupo de los Diez Países (Basilea, septiembre de 1994).

54/ Instituto de Financiación Internacional, A Preliminary Framework for Public Disclosure of Derivatives Activities and Related Credit Exposures (Washington, D.C., agosto de 1994). (El Instituto de Financiación Internacional es una organización que agrupa a bancos internacionales y que se formó inicialmente después de que se desencadenara la crisis de la deuda de los países en desarrollo con la finalidad de mejorar la corriente de informaciones entre los bancos y de un banco a otro, por un lado, y entre los poderes públicos y las instituciones multilaterales, por otro, y para servir como foro de debate de las cuestiones políticas fundamentales.)

55/ Framework for Supervisory Information about the Derivatives Activities of Banks and Securities Firms, informe conjunto del Comité de Basilea para la Supervisión Bancaria y el Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores ("OICV") (mayo de 1995).

56/ Una propuesta de esta índole ha sido formulada por D. Volkerts-Landau y A. Steinherr ("The wild beast of derivatives: to be chained up, fenced in or tamed?"), en la obra dirigida por R. O'Brien (ed.), Finance and the International Economy 8, The Amex Bank Review Prize Essays in Memory of Robert Marjolin (Oxford, etc.: Oxford University Press, 1994).

57/ Para conocer los motivos que llevan a los reguladores y a los negociantes a dudar de las ventajas netas que se derivarían de una cámara de compensación para las permutas efectuadas en bolsas, véase el Informe Leach mencionado en la precedente sección C.4, págs. 720 a 724.

58/ Respuesta cicloestilada de Gay Evans a la ponencia de Volkerts-Landau y Steinherr. (Una iniciativa de Renta Fija MEFF para la negociación bursátil de permutas normalizadas con tipo de interés denominado en pesetas está siendo objeto de examen por las autoridades españolas. R. Lapper, "MEFF poised to launch swaps trade initiative", Financial Times, 28 de abril de 1995.)

59/ C. Goodhart, "Why bonus payments are dangerous", Financial Times, 23 de marzo de 1995.

60/ Véase el análisis reciente efectuado por un especialista de la negociación de valores oficiales en relación con el tiempo necesario para evaluar la actividad del negociante en la obra de C. I. Ray, The Bond Market. Trading and Risk Management (Homewood, Illinois: Business One Irwin, 1993), págs. 398 a 402. En palabras de Ray, "el orden cronológico de las primas influye sobre la toma de riesgos a todos los niveles de la oficina negociadora".

61/ Se describe una fórmula de esta clase en la obra de W. F. Sharpe y G. J. Alexander, Investments, cuarta edición (Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice-Hall, 1990), págs. 749 y 750.

62/ La utilización de los derivados en relación con la gestión de las carteras de acciones emitidas en los mercados emergentes sigue estando extremadamente restringida a causa de la disponibilidad muy limitada de contratos y normas reglamentarias. (Véase, por ejemplo, la obra de

G. R. Dobson, The Global Investor. Opportunities, Risks and Realities for Institutional Investors in the World's Markets (Cambridge, Inglaterra, y Chicago: Probus Publishing Company, 1994), págs. 105 a 108). Sin embargo, hay indicaciones de que existe un rápido crecimiento a partir del bajo nivel inicial de los derivados extrabursátiles relacionados con los bonos internacionales (incluso bonos Brady) de países latinoamericanos. (J. Clark, "The structure, growth and recent performance of the Latin American bond market", Federal Reserve Bank of New York Research Paper 9416, octubre de 1994, págs. 22 a 26.)