

---

*La integración financiera internacional, el equilibrio exterior  
y la estabilidad financiera*

---

*Alexandre Lamfalussy  
Director General del Banco de Pagos Internacionales (\*)*

Quisiera examinar hoy con ustedes algunas de las consecuencias y de los retos que plantea la continua internacionalización del mundo de las finanzas. Este proceso estaba en marcha hace bastante tiempo, pero parece haber tomado un impulso renovado en la década de 1980. Una de las razones de esto es que la creciente integración financiera internacional no es un hecho aislado, antes bien está en estrecha relación e interacción con otros procesos de cambio de los sistemas financieros nacionales e internacionales, en particular con la innovación financiera, la desregulación y la liberalización, y con el avance tecnológico, sobre todo en los terrenos de la informática y las comunicaciones. En el plano internacional, esas transformaciones han tenido su reflejo más espectacular en un rapidísimo crecimiento del volumen de las transacciones financieras internacionales. Ese crecimiento se ha producido en los flujos de capital tanto brutos como netos, y la contrapartida del aumento de estos últimos ha sido un grado sin precedentes de desequilibrios de cuenta corriente. Al mismo tiempo, han aparecido muchas nuevas técnicas e instrumentos financieros, tales como las facilidades de financiación contingentes, los *swaps* y las opciones, y combinaciones cada vez más complicadas de esos mismos instrumentos nuevos.

Voy a dividir mis observaciones en tres partes. Empezaré por hacer un repaso de algunos de los beneficios teóricos de la desregulación y la internacionalización, y por enumerar algunas de las preocupaciones que otros y yo hemos expresado acerca de sus posibles riesgos. En segundo lugar, comentaré, a la luz de lo ocurrido durante la última década aproximadamente, hasta qué punto esas preocupaciones parecen estar o no justificadas. Finalmente, intentaré extraer de esa experiencia algunas enseñanzas para el futuro.

---

(\*)

Discurso pronunciado en Helsinki el 15 de Octubre de 1990, ante una asamblea conjunta de la Sociedad Económica Finlandesa, la Sociedad Económica de Finlandia y la Sociedad Finlandesa de Estudios Económicos.

CUADERNOS DE INFORMACION ECONOMICA y la Fundación FIES agradecen muy sinceramente al Sr. Lamfalussy su autorización para la traducción y difusión de este texto, que creemos será del máximo interés para nuestros lectores, dada la importancia del tema y la enorme solvencia y rigor de su autor, una de las máximas autoridades mundiales en esta materia.

*Traducción de María Luisa Balseiro.*

---

---

## I

Empecemos, pues, por los beneficios y los costes de la internacionalización. Sobre los beneficios voy a ser muy breve, no porque no sean importantes, sino porque son indiscutidos. De un colega economista profesional no esperarán ustedes que disienta de la premisa teórica de que la eliminación de barreras a las fuerzas competitivas del mercado en el sector financiero debe ser beneficiosa para la economía mundial en su conjunto. Estoy de acuerdo. Entre esos beneficios están una mayor eficiencia de los mercados, una mejor asignación del ahorro mundial, una reducción del coste de los servicios financieros y una extensión de la gama de esos servicios. Un aspecto importante de esa extensión a lo largo de la pasada década es la gama de instrumentos con que ahora se cuenta como protección contra la volatilidad, especialmente la de los tipos de interés y la de los tipos de cambio.

Pensando, sin embargo, en la otra cara de la moneda, yo me he preguntado qué "precio" tendríamos que pagar por esos beneficios.

Agruparé mis preocupaciones bajo dos epígrafes: en primer lugar, la posibilidad de un aumento generalizado de la fragilidad financiera, y en segundo lugar, las repercusiones de los flujos de capital en forma tanto de desajustes de los tipos de cambio a medio plazo como de desequilibrios de cuenta corriente sustanciales. Dicho en pocas palabras, mi inquietud bajo el primero de esos epígrafes se refiere a que, dado el papel central de los bancos en el sistema, los procesos, complejos y radicales, de liberalización e innovación han acarreado riesgos para la estabilidad del sistema financiero internacional, riesgos que, por su magnitud, podrían poner en peligro la solidez de la economía real. Para mí, esos riesgos van aparejados a la mayor volatilidad de los precios de los activos y a la posibilidad acrecentada de que los participantes de los mercados financieros cometan errores de actuación o de juicio en un período prolongado de evolución rápida y complicada. Lo sucedido no ha sido, por ejemplo, el paso de un equilibrio relativamente estable a otro; en ese caso, se habría podido acumular experiencias con rapidez bajo el sistema nuevo, y a partir de ahí aplicar sistemáticamente las lecciones aprendidas. Además, los hechos nos han enseñado que no comprendemos plenamente el proceso de formación de los precios en los mercados de activos. Y esto tanto en lo que atañe a la volatilidad a corto plazo como -lo que es más importante- en lo que se refiere a desajustes a plazo medio no sólo de los tipos de cambio, sino también de los precios de los títulos de renta variable y de la propiedad inmobiliaria, y quizá incluso de los títulos de renta fija, en relación con sus respectivos fundamentos. Por lo tanto, ignoramos hasta dónde podrían llegar los precios en respuesta a perturbaciones, e ignoramos también en qué medida esos movimientos de los precios tendrían efectos sistémicos negativos.

Otro motivo de inquietud es que el proceso de transformación financiera ha ido

---

acompañado de un grado intenso, y cada vez mayor, de competencia, que ha supuesto para los participantes una preocupación creciente por el rendimiento. Ahora bien, aunque en principio la consiguiente presión a la baja sobre los márgenes de beneficio sea buena, ¿no podría ocurrir que llegase demasiado lejos?. Es verdad que consideramos beneficioso el proceso competitivo schumpeteriano de "destrucción creadora" en el sector de las empresas no financieras. Pero no está claro que el proceso competitivo funcione, o pueda funcionar, de la misma manera en el sector financiero. En este sector -que es, naturalmente, donde se ubica el sistema de pagos-, el fallo de una sola institución de gran tamaño puede tener repercusiones adversas sobre el sistema entero. Estas consideraciones en torno a los márgenes de beneficio parecen ser de especial relevancia en una situación en la que han aparecido muchos instrumentos nuevos y complejos cuyas características de riesgo pueden ser difíciles de calibrar con exactitud. La mayoría de esos nuevos instrumentos brindan notables oportunidades de cobertura para los participantes en el mercado tomados uno por uno; pero ¿y si, en un momento de tensión, el mercado de estos instrumentos derivados se quedara sin liquidez?. En estas circunstancias, quizá no sea conveniente la reducción de los márgenes, que podría acarrear un grado de fragilidad inusitado. Pero ¿cuál sería, entonces, el grado conveniente de presión competitiva que asegurase la maximización de la eficiencia?.

La internacionalización viene a complicar el problema porque acrecienta el número de riesgos posibles, sobre todo por la expansión de las transacciones entre distintas monedas. Con ello, las posibilidades de error de cálculo -o de simple mala suerte- se multiplican. Dicho de otro modo, la internacionalización y la innovación han reducido la transparencia de las cuentas públicas de las empresas. Es casi seguro que han acrecentado también la magnitud y la velocidad de transmisión de las perturbaciones de una parte del sistema a otra. Pensemos en los nuevos procedimientos de cobertura: presumiblemente reparten el riesgo sobre una base más amplia, pero hay que recordar que no todo el riesgo se elimina del sistema al repartirlo. Y, dadas las complejidades tanto de los nuevos instrumentos como del sistema financiero en general, ¿podemos estar seguros de que todos los agentes aprecian claramente la verdadera magnitud de los riesgos que asumen?.

También el fenómeno de la titularización tiene dos aspectos. De un lado, extrae una parte del riesgo del sistema bancario y lo traslada a los tenedores de títulos. Pero, al mismo tiempo, tiende a sacar de los libros de los bancos los riesgos mejores, que son los de los clientes que pueden conseguir mejores condiciones en los mercados.

Por último, hay que decir que durante gran parte de la década de los ochenta hubo un entorno macroeconómico relativamente favorable. El crecimiento se recuperó y se mantuvo, el único "choque" petrolero fue beneficioso y los tipos de interés tendieron a bajar durante casi todo el período. Por lo tanto, el nuevo sistema financiero que se está configurando no ha sido puesto a prueba en un entorno menos benigno; sobre esta cuestión volveré más adelante.

Sobre el segundo grupo de motivos de preocupación puedo ser más escueto. El período de paridades flotantes ha dado ya varios ejemplos de desajustes importantes y evidentes de los tipos a medio plazo, y en los últimos seis o siete años han aparecido desequilibrios de cuenta corriente persistentes y sustanciales. Las variaciones consiguientes de los activos y pasivos internacionales de cada país podrían agravar, naturalmente, esas amenazas de fragilidad financiera que ya he mencionado. Además, esos desequilibrios podrían traducirse en una mala asignación de recursos y en un clima de incertidumbre poco propicio para la inversión empresarial. Las presiones proteccionistas han estado a la vista de todos.

Sumando mis dos grupos de motivos de preocupación, ¿cuáles serían sus repercusiones para la salud de la economía real? Voy a abordar la respuesta a esta pregunta de la manera más obvia; es decir, volviendo la vista atrás para analizar ciertos aspectos de los resultados económicos de la última década.

## II

En el repaso selectivo de las experiencias de los años ochenta que haré a continuación, voy a extraer conclusiones bajo cinco epígrafes principales. En primer lugar, al nivel básico de los resultados económicos globales en el mundo industrializado; hay que decir que el balance ha sido sorprendentemente positivo. Ha habido, entre otras cosas, un fuerte aumento de la inversión empresarial, lo cual en sí mismo parece un indicio de buena salud del sistema financiero. Es verdad que ha habido crisis; pero sus consecuencias o no han sido graves o han sido neutralizadas con prontitud por los poderes públicos, sin que los resultados económicos globales se resintieran seriamente. No se puede decir lo mismo, sin embargo, de los muchos países en vías de desarrollo que se han sobreendeudado. Mi segundo punto de atención se refiere a los desequilibrios de balanza de pagos de los países industrializados, que han sido cuantiosos y sostenidos. Se ha discutido mucho sobre si esos desequilibrios tienen o no gran importancia en el mundo actual, en comparación, por ejemplo, con la época de Bretton Woods; yo me inclino a pensar que la siguen teniendo. En tercer lugar, allí donde han aparecido tensiones en el sistema financiero, han sido, generalmente, resultado de tipos de fallo o error de juicio que yo llamaría "tradicionales" -sobre todo por parte de los prestamistas- más que resultado de la internacionalización o la innovación en sí. En algunos casos, esos comportamientos han estado estrechamente unidos a desajustes de los precios de los activos, sobre todo en el sector inmobiliario. En cuarto lugar, y en línea con lo anterior, los mercados financieros no siempre han desempeñado el papel disciplinario que supuestamente les asigna la liberalización. Y, finalmente, huelga decir que las autoridades no han sido espectadoras pasivas de los acontecimientos. Sus reacciones han adoptado tres formas: gestión inmediata de las crisis, fortalecimiento de la coordinación

---

de las políticas macroeconómicas y, con un horizonte más largo, refuerzo de la flexibilidad del sistema, por ejemplo en el ámbito de la supervisión financiera.

Empezando por los resultados económicos de la última década, lo más sobresaliente ha sido la prolongada recuperación de la actividad. Esa recuperación ha entrado ya en su octavo año, y por lo tanto es la más larga del período de posguerra. Por este lado parece que no se puede hablar de influencias negativas serias de los acontecimientos sobre el sector financiero.

Quizá piensen ustedes que esa estimación es demasiado optimista. ¿Y la recesión que hubo a comienzos de la década, y que, medida por el desempleo que produjo en el mundo industrializado, fue, con mucho, la más grave del período de posguerra?. A ella hay que sumar, por supuesto, la crisis de la deuda internacional que estalló casi a la vez, y que fue seguida de malos resultados económicos en muchos de los países afectados. Yo, personalmente, añadiría la aparición de grandes desequilibrios en los pagos internacionales a partir de 1982. Voy a comentar cada una de estas cosas por su orden.

Sobre la recesión de 1982, no diré sino que, a mi juicio, fue parte del precio que había que pagar por haber permitido que la inflación campease del modo que lo hizo en los años setenta. No fue, pues, consecuencia de la internacionalización financiera.

La crisis de la deuda de los países en desarrollo que estalló en 1982 tuvo entre sus causas próximas importantes la fuerte elevación de los tipos de interés y el debilitamiento de los mercados de exportación. Pero no fue ésa toda la historia. Gran parte del crédito extendido al mundo en desarrollo durante la década de 1970 había sido imprudente según los criterios tradicionales. La subida de la inflación en todo el mundo significó que los tipos de interés real cayeran, y en muchos casos pasan a ser negativos. En esas circunstancias, el servicio de la deuda llegó a parecer demasiado fácil. Los créditos soberanos se creyeron casi totalmente exentos de riesgo, y de hecho lo que se hizo en muchos casos fue financiar la balanza de pagos sin imponer las correspondientes restricciones a las políticas macroeconómicas. A la hora de financiar proyectos concretos, no se tuvo en cuenta el riesgo transferido implícito en el nivel global de endeudamiento de los países en cuestión.

El resultado no sólo ha sido doloroso para los prestamistas, también los países afectados han perdido las que podrían haber sido adiciones útiles a su potencial de crecimiento a largo plazo. Ahora bien, aunque la internacionalización creciente del sistema financiero generó un clima muy competitivo y optimista, y ciertamente facilitó la gestación de la crisis de la deuda, no se puede decir que fuera su causa fundamental. La innovación de los créditos a interés variable sirvió, sin embargo, para canalizar una grave carga hacia los países endeudados tan pronto como el clima de la política monetaria cambió en 1979. Aun así, sigue en pie el enigma de la falta de sentido comercial demostrada en las decisiones de endeudamiento y crédito que se tomaron. En particular, resulta preocupante, a mi entender, la aparente proclividad del sistema

---

bancario a cometer errores repetidos en gran escala.

La evolución del sistema financiero internacional ha planteado también otros enigmas, por ejemplo el de los apreciables desajustes cambiarios a medio plazo, o lo que han parecido ser desajustes según todos los criterios habituales de los determinantes fundamentales. Un motivo de preocupación, a la vista de esta clase de movimientos de los cambios reales a medio plazo, es el riesgo de mala asignación de los recursos. Podría suceder que los productores, a la hora de decidir sus inversiones, respondieran a esas señales de precios de formas que en última instancia resultaran no rentables. Curiosamente, sin embargo, la economía "real" parece haberse mantenido, al menos parcialmente, inmune a esos riesgos. De ahí que mientras los mercados financieros mostraban comportamientos a veces bastante extraños, se afirmara en ocasiones que la actividad internacional no financiera estaba desdeñando explícitamente las señales de precios que daban los mercados de divisas. La planificación de las inversiones no se basaba en ellas, sino en lo que se consideraban niveles "más razonables" de los tipos de cambio.

Por otra parte, el temor de que los desajustes de los cambios reales se tradujeran también en desequilibrios de balanza de pagos se ha visto ampliamente justificado por los acontecimientos. El valor real del dólar siguió subiendo en 1983 y 1984, a la vez que la balanza corriente de los Estados Unidos acumulaba un déficit que llegó a unos 100.000 millones de dólares en el segundo de esos años. En este aspecto, fueron los flujos de capital los que arrastraron la evolución de las balanzas corrientes. Pero quizás es aún más sorprendente que hayan persistido déficits muy altos, y que en su mayor parte hayan seguido siendo financiados por flujos de capital privado. A la inversa, Japón y Alemania se han mantenido en una situación de superávit crónico, con lo que los desequilibrios de pagos entre los países más destacados han alcanzado cotas sin precedentes en los últimos ocho años.

La preocupación tradicional, incluso con desequilibrios mucho menores, era la de que, antes o después, se desataran crisis de divisas con desajustes perturbadores para la política y/o los movimientos de los tipos de cambio. De hecho, fue el comportamiento del dólar en los años ochenta lo que indujo a las autoridades a abandonar la actitud, básicamente de *laissez-faire*, que venían manteniendo hacia los mercados de divisas. Al acuerdo del Plaza de 1985, sobre la necesidad de invertir el alza del dólar, siguió en 1987 el acuerdo del Louvre, cuyo propósito inicial era evitar un desbordamiento en el sentido contrario. Y en esta segunda ocasión el compromiso de las autoridades se demostró en un volumen sin precedentes de intervención en los mercados de divisas.

En cierto sentido, no es de extrañar que el déficit estadounidense por cuenta corriente se haya mantenido desde entonces, aun con un nivel muy inferior del tipo de cambio. Hacía tiempo que las estimaciones econométricas venían señalando que la alta cotización del dólar explicaba sólo una parte del déficit, en el que los desequilibrios de ahorro/inversión desempeñaban también un papel importante. En otro sentido, sin

embargo, es desconcertante que un déficit pueda mantenerse durante tanto tiempo, y sea nuevamente financiado desde 1987 por flujos espontáneos de capital privado. Ha habido un consenso general en que para cerrar la brecha habría que ajustar también los equilibrios relativos de ahorro/inversión en las tres economías de mayor tamaño. En particular, hacía tiempo que se venía instando a las autoridades estadounidenses a un ajuste más rápido del déficit presupuestario de la Administración Federal, unido, si fuera posible, a la inversión de la caída del ahorro privado.

Lo enigmático del caso es que, sin haberse cumplido satisfactoriamente esas condiciones, siguiera afluyendo capital privado a los Estados Unidos. Es verdad que durante gran parte del período hubo un diferencial de tipo de interés favorable a los activos denominados en dólares, pero parece como si los inversores hubieran desdeñado el riesgo de cambio correspondiente. ¿Qué fue del papel disciplinario de los mercados de capital liberalizados?. Parte de la respuesta podría ser, claro está, que muchos otros países experimentaron también un deterioro de la situación financiera del sector público durante la década de 1970 y la primera mitad de la de 1980. El *ratio* de deuda del sector público a PNB, por ejemplo, aumentó de forma generalizada, aunque, en contraste con la experiencia más reciente de Japón, en Estados Unidos todavía no se ha logrado reducirlo, mientras que en Alemania más o menos se ha estabilizado, hasta hace muy poco, en cifras relativamente bajas. Es más, en ninguno de esos dos países se estaban introduciendo recortes fiscales "del lado de la oferta" al frente de la consolidación del presupuesto.

También el endeudamiento del sector privado puede repercutir en la balanza de pagos. La caída del ahorro en el sector de las familias de Estados Unidos es un hecho de todos conocido; en el Reino Unido ha sido más espectacular. Allí el presupuesto ha estado recientemente en superávit, pero a la liberalización del sistema financiero nacional la ha acompañado un crecimiento masivo del crédito al consumo. La escalada del gasto resultante ha sido un factor importante en la acumulación de un déficit muy considerable en la balanza de pagos británica durante los dos últimos años.

Estos ejemplos indican que si lo que queremos es calibrar la fragilidad financiera, no debemos limitar nuestra atención a los desequilibrios exteriores, sino atender también a la naturaleza de los correspondientes desequilibrios interiores de ahorro/inversión. Si así lo hacemos, veremos que forman parte de un fenómeno más amplio. Parece que la liberalización y la desregulación han ido unidas en muchos casos a una mayor inclinación de los agentes económicos de todos los sectores a endeudarse, y de los prestamistas a prestar. Los *ratios* de deuda a ingresos han aumentado por doquier en los distintos sectores y en los distintos países. Fenómenos que parecen puramente locales, como la quiebra del mercado de *junk bonds* y el problema de las cajas de ahorros en Estados Unidos, encajan en ese esquema más general. Dicho de otro modo, en la medida en que la fragilidad financiera ha aumentado, al menos en parte ha sido a consecuencia de lo que antes he llamado tipos de error "tradicionales" en la gestión de la industria financiera en general.

Si mi observación de los desequilibrios internacionales desde esta perspectiva es acertada, no parece que pueda unirme sin reservas a los que mantienen que esos desequilibrios carecen de importancia mientras procedan de los efectos de flujos de capital privado y, por lo tanto, se financien autónomamente. Reconozco que en un mundo liberalizado hay que aceptar, y probablemente aplaudir, que los flujos brutos de capital internacional aumenten a medida que las carteras de los inversores se diversifican. Tampoco me inquietaría, en principio, que también aparecieran flujos *netos* mayores, con los consiguientes desequilibrios de balanza corriente. Pero, como he tratado de señalar, lo siguiente que hay que examinar es la calidad de los activos y pasivos resultantes. La reasignación de recursos de ahorro a inversiones más rentables es siempre encomiable. Pero si esos recursos se reasignan de una manera que no permita un servicio adecuado de la deuda, hay razones para preocuparse.

Antes de poner fin a este examen de algunas de nuestras experiencias de la pasada década, debo decir unas palabras sobre el *crack* de los precios de las acciones que hubo en octubre de 1987. Ese acontecimiento espectacular demostró, con toda claridad, tanto la velocidad con que la tecnología actual puede mover los mercados financieros como el grado de internacionalización que éstos han alcanzado. Demostró también que los participantes en los mercados, a pesar de haber financiado desequilibrios exteriores de dimensiones inusitadas, sí se alarmaron cuando pareció que el proceso de ajuste internacional pudiera dar marcha atrás. Una enseñanza importante de esto es que, para evitar un grado indebido de turbulencia en los mercados financieros internacionales, resulta imprescindible un cierto grado de coordinación internacional de las políticas macroeconómicas. Esa fue una lección muy clara de los acontecimientos que desembocaron en los sucesos de octubre de 1987.

A finales de 1987, el Grupo de los Siete respondió reafirmando su compromiso de coordinación de sus políticas. Entretanto, sin embargo, las autoridades de casi todos los países habían ido implantando medidas eficaces de gestión de la crisis, generalmente en la forma tradicional de acción rápida del banco central para suministrar liquidez a los mercados de manera coordinada. La efectividad de esa gestión de la crisis a corto plazo parece haber quedado ya demostrada en varias ocasiones, desde la crisis de Herstatt en adelante. Otras respuestas oficiales a medio plazo parecen también totalmente apropiadas: yo señalaría en particular el fortalecimiento del sistema de vigilancia de la banca internacional (y su proyectada extensión a los mercados de títulos), medidas concretas de actuación en el mercado (por ejemplo, la limitación de la variación diaria permitida de las cotizaciones de las acciones o la modificación de la mecánica de las operaciones informatizadas), los intentos de facilitar la reducción de la deuda de los países más endeudados, y finalmente, el estudio de modos de fortalecer la solidez de los sistemas de pagos. Si combinamos todo esto con una coordinación continua y adecuada de las políticas macroeconómicas, ¿podemos afirmar que se ha hecho todo lo posible para asegurar que las crisis futuras no representen una amenaza sistemática para el sistema financiero internacional?.

---

### III

Yo señalaría inmediatamente que, aun si la respuesta a esa pregunta fuera negativa, nada se solucionaría pretendiendo atrasar el reloj. Hay que aceptar que la internacionalización y la desregulación son irreversibles; y, lo que es más evidente, que también lo son las tecnologías modernas de la informática y las comunicaciones. De hecho, la propia tecnología informática constituye probablemente una razón importante de que ya no sea posible restaurar eficazmente ciertos controles, como no fuera prohibiendo determinados tipos de actividad. Pero, aparte de eso, la confianza del mundo occidental industrializado en los beneficios del sistema de libre mercado viene reafirmandose desde hace ya un decenio, o más. El carácter verdaderamente histórico del hundimiento de los esquemas de planificación de la actividad económica que estamos presenciando no hace sino corroborar esa confianza. Es de suponer, pues, que cualquier iniciativa para volver a regular la actividad de los mercados financieros duraría políticamente muy poco, a menos que los costes de no hacerlo fueran patentemente enormes. Y de los que he dicho hasta aquí se deduce que la experiencia pasada no da pruebas de tal cosa.

Pero no todo acaba ahí: sigue habiendo algunas cuestiones de importancia sin resolver, y con ellas la pregunta de qué actitud deberían adoptar las autoridades al respecto. Una, a la que ya me he referido, es el comportamiento de los precios de los activos financieros. Los datos parecen indicar que una mayor volatilidad de esos precios a corto plazo no resulta apreciablemente perjudicial. En efecto, sabemos que, en ciertos casos, ese riesgo puede ser cubierto; sabemos también que, al menos en los mercados de acciones, una intervención rápida del banco central parece suficiente para detener un corrimiento de los precios. Pero ¿por cuánto tiempo y con qué consecuencias a la larga?. El desajuste a medio plazo, y no sólo de los tipos de cambio, puede ser otra cuestión. A pesar de los datos macroeconómicos a que antes me he referido, a mí me sigue pareciendo insoslayable la preocupación teórica por la posible mala asignación de recursos resultante de esa clase de contradicciones a medio plazo entre los precios de los activos y sus motivaciones fundamentales. En el caso de los desajustes cambiarios, tenemos a la vista el robustecimiento de presiones proteccionistas que pueden ser dañinas. Más directamente significativas para mi tema, sin embargo, son las tensiones que los desajustes en los precios de los activos pueden imponer sobre los balances del propio sector financiero. En este momento, estamos viendo tensiones de esa clase en los sistemas bancarios de Estados Unidos y Japón. En el primero de esos países, son resultado de la corrección de la sobrevaloración anterior de ciertos activos inmobiliarios, y en el segundo, de la sobrevaloración de las acciones en la Bolsa de Tokyo, y, posiblemente, también de la propiedad inmobiliaria.

No les sorprenderá a ustedes que les diga que yo no tengo respuesta terminante para esos problemas. Pero sí querría apuntar que es preciso que entendamos mejor por

---

qué se producen esos errores de valoración a medio plazo. ¿Van aparejados, por ejemplo, a ciertas innovaciones financieras?. Y, si así fuera, ¿el saberlo permitiría a las autoridades diseñar modos de neutralizar oscilaciones innecesarias de los precios de los activos sin perjuicio de la competitividad y libertad del mercado?.

Una segunda cuestión sin resolver atañe a la evolución de las estructuras de las instituciones bancarias y financieras. En la primera oleada de reacciones a la desregulación, muchos esperaban una tendencia a la aglomeración financiera más allá de sus confines tradicionales, por ejemplo en partes de Europa donde la banca universal tiene una larga historia. Y es verdad que durante algún tiempo se perfiló esa tendencia, en lo referente a la actividad internacional de los bancos, a medida, por ejemplo, que otros bancos empezaban a introducirse en la actividad bursátil, etcétera. Sin embargo, quizás en parte porque las previsiones de crecimiento en esos mercados en los que se entraba se revelaron demasiado optimistas, los resultados decepcionantes han conducido más recientemente a una cierta inversión de la tendencia. Aun así, por el momento no han producido una reducción apreciable de lo que ahora muchos reconocen como un considerable exceso de capacidad en algunas partes del sector financiero.

Ese exceso de capacidad es preocupante desde varios puntos de vista. De hecho, amenaza seguir aumentando a medida que la tecnología haga cada vez más fácil que prestamistas y prestatarios de primera clase prescindan de intermediarios. El exceso de capacidad contribuye, lógicamente, a ese entorno cada vez más competitivo y a esa presión sobre los márgenes de beneficio a los que ya me he referido. Por ello, muchos ven también en el exceso de capacidad una razón importante del llamado "batido" ("*churning*") a corto plazo que estamos viendo en los mercados financieros: la generación de transacciones que no son materialmente necesarias, pero que pueden dar, claro está, ingresos por servicios. Ese fenómeno proporciona también a las instituciones financieras unos intereses creados en la volatilidad de los precios de los activos, y contribuye a acrecentar esa tendencia más general que se conoce por el nombre de "corto-placismo" ("*short-termism*").

El problema para las autoridades está en descubrir cómo se puede reducir el tamaño del sector financiero sin incurrir en riesgos graves para el sistema. O bien, si la reducción se produce a través de adquisiciones y fusiones, cómo evitar una concentración indebida de la industria y mantener un grado suficiente de competencia.

La tercera y última cuestión, a más largo plazo, que queda por resolver plenamente se refiere a la reacción de las autoridades de supervisión frente a la internacionalización financiera. Como ustedes saben, en el sistema bancario se ha dado un paso muy importante con la firma del llamado acuerdo de Basilea sobre coeficientes de capital exigibles a los bancos. Lo que queda por completar es la imprescindible coordinación de la vigilancia de la banca y la industria de valores a nivel internacional. En esto se han dado los primeros pasos y, una vez más, la supervisión deberá ser coordinada a escala mundial, y ser consonante con la establecida para el sector bancario.

De no ser así, las empresas que ofrecen un amplio abanico de servicios financieros podrían verse sometidas a requisitos prudenciales incongruentes o confusos.

Todas estas cuestiones son, quizás, a medio plazo. Otra que podría exigir atención más urgente es la de la solidez del sistema financiero internacionalizado frente a una recesión, particularmente frente a una recesión con presiones inflacionarias y altos tipos de interés. Desde la perspectiva del tema que hoy estoy tratando, lo más importante de una recesión es que reduce la capacidad de los deudores para servir sus deudas. Y, como ya he señalado, el endeudamiento se encuentra hoy en niveles históricamente elevados a lo largo de un amplio espectro tanto de países como de sectores. Es obvio que los tipos de interés altos dificultan también el servicio de la deuda, aunque lo normal sería esperar que en una recesión descendiera también la demanda de crédito y, con ello, se produzca cierta compensación por la vía de unos tipos de interés más bajos. Pero si los niveles de los tipos a largo plazo se mantuvieran, o se elevaran incluso, por factores de expectativas -en cuanto distintos de un gasto intensivo inmediato en bienes de capital- esa compensación no se produciría.

Algo así puede estar ocurriendo hoy día en la coyuntura internacional. Pienso no sólo en los temores suscitados por la situación altamente imprevisible que rodea a los suministros y precios del petróleo, sino también en los efectos de la reconstrucción proyectada en el centro y Este de Europa, así como en la Unión Soviética. Ahí hay expectativas fuertes -y sin duda fundadas- de que la demanda de capital aumente enormemente en algún momento futuro. Parece, sin embargo, como si los tipos de interés hubieran subido por delante de la posible demanda de recursos financieros y reales. De hecho, si la demanda de recursos reales fuera ya "efectiva", es claro que sería una justificación real para elevar los tipos de interés a largo plazo, así como un colchón antirrecesivo.

Otras influencias vienen operando en un sentido semejante; por ejemplo, el deterioro de la situación presupuestaria en Estados Unidos, que es producto no sólo de una desaceleración de la economía, sino también del desastre de las cajas de ahorros dentro del propio sector financiero. La tremenda caída de la Bolsa de Tokyo también está planteando dificultades a los bancos japoneses en sus intentos de cumplir los nuevos estándares de capital internacionales. Su reacción ha sido, naturalmente, reducir el activo de sus balances; contraer, en suma, la oferta de crédito. Esa tendencia no hará sino aumentar si también los precios de la propiedad inmobiliaria en el Japón vuelven a alinearse con sus datos fundamentales.

Las repercusiones internacionales de esto pueden ser profundas, máxime porque el flujo del ahorro excedente de Alemania Occidental se está desviando ahora hacia el Este. Y no sólo eso, sino que la participación de los bancos japoneses en el mercado internacional ha aumentado en los últimos años en una medida de la que quizá no tenemos plena conciencia. Permítanme darles rápidamente algunas cifras. En los cinco años transcurridos de 1983 a 1988, los derechos internacionales totales de los bancos

---

japoneses casi se cuatuplicaron: de unos 450 miles de millones de dólares a 1.750 miles de millones de dólares. Esta expansión representa más de la mitad del crecimiento total de la actividad bancaria internacional durante el mismo período. La parte japonesa en el total de derechos pendientes de la banca internacional se elevó, correspondientemente, de un 21% a un 38%, y se ha mantenido en torno a ese nivel al menos durante los primeros meses de este año. Puesto que también los bancos estadounidenses están intentando reducir sus operaciones, en respuesta a los efectos de la depreciación de la propiedad inmobiliaria en Estados Unidos, quizá no sea exagerado decir que corremos el riesgo de una escasez de crédito internacional y -dependiendo sólo en parte de lo que pase con los precios del petróleo- de una recesión inflacionaria estanflación.

¿Cuál debería ser la reacción de la política monetaria a un riesgo semejante?. Hay una respuesta vinculada particularmente al nombre del economista de Harvard Benjamin Friedman. La tesis de Friedman es que la fragilidad financiera es tal que, por lo menos en Estados Unidos, las autoridades no tendrían más opción que la de combatir la mitad recesiva de una recesión inflacionaria, en lugar de combatir la inflación. De otro modo, la amenaza de perturbaciones graves que desbordaran el ámbito del sector financiero sería demasiado grande.

Yo no lo veo así. Reconozco el riesgo, por supuesto: ha sido el tema central de mi comentario. Pero me parece que el único riesgo que los bancos centrales *no pueden renunciar a correr* es el de sostener sus tipos de interés frente a las presiones inflacionistas. No hacerlo podría ser, en cualquier caso, sólo un paliativo a corto plazo: nótese que una de las causas importantes de la fragilidad financiera fue precisamente la "niebla" creada por un clima inflacionista que contribuyó a inducir niveles no realistas en los precios de los activos y préstamos imprudentes. Incluso a corto plazo, en un ambiente inflacionista, los intentos de reducir los tipos de interés a corto podrían tener efectos sólo modestos -y aun contraproducentes- sobre los tipos a largo, y por lo tanto sobre los precios de los activos financieros. Y lo que es más fundamental no cabe duda de que hemos aprendido que los costes de corregir un brote serio de inflación son muy altos y, de un modo u otro, acabarían desembocando seguramente en otra recesión como la de 1982. A esto hay que añadir que cualquier intento de "pagar" los errores pasados con inflación sería, con toda probabilidad, intrínsecamente injusto, y tendería a repartir la carga de manera bastante arbitraria.

Todo esto forma parte de un problema perenne de los bancos centrales. Continuamente se está esperando que un solo instrumento, la política monetaria, logre al mismo tiempo varios objetivos que suelen ser incompatibles. Pero la realidad es que la política monetaria no puede conseguir simultáneamente inflación baja, tipos de cambio estables, protección frente a los peligros de la recesión y estabilidad general de los mercados financieros. A más largo plazo, sin embargo, sí puede crear un ambiente no inflacionista, algo que -también a más largo plazo- puede contribuir al logro de esos otros objetivos deseables. Pero a corto plazo no debe haber concesiones en su orientación antiinflacionista.

---

Esto implica que para alcanzar en poco tiempo los restantes objetivos deseables se necesitan otros instrumentos. Yo estimo, asimismo, que debemos distinguir claramente entre las actuaciones que son necesarias para hacer frente a la fragilidad financiera que ya se ha acumulado y las medidas que se requieren para evitar que el problema se repita en el futuro. En el primer apartado, tenemos que afrontar sin rodeos la tarea de distribuir el coste inevitable de los errores pasados de la manera más "equitativa" que sea posible, intentando a la vez minimizar las implicaciones de "riesgo moral" que eso pueda llevar aparejadas para el futuro. En el segundo, está claro que tenemos que abordar urgentemente la cuestión de cómo gestionar un mundo financieramente integrado. Es obvio que, en este aspecto, la cooperación y coordinación internacionales serán cada día más importantes, sobre todo en lo que se refiere al seguimiento y vigilancia de la industria financiera, pero también en los ámbitos de la política macroeconómica y la gestión del sistema de cambios. Hay aquí un programa muy apretado que puede dar trabajo a los responsables políticos durante bastante tiempo.

---