

# Informes de los organismos económicos internacionales

Ricardo Cortes

*Como ya viene siendo habitual, recogemos en este apartado los informes y documentos de actualidad, periódicos y no periódicos, que consideramos relevantes para nuestros lectores, emitidos por los organismos de carácter internacional, ofreciendo un resumen de los más recientes y/o más destacados que hayan sido publicados en los dos últimos meses. Los resúmenes y comentarios los realiza **Ricardo Cortes**.*

En este número se ofrecen los siguientes:

1. Actualización de las Perspectivas económicas mundiales del Fondo Monetario Internacional (FMI).
2. Perspectivas para la economía mundial 2008 del Banco Mundial.
3. Riesgos globales 2008 del World Economic Forum.

## 1. Actualización de las Perspectivas económicas mundiales del Fondo Monetario Internacional

El Fondo Monetario Internacional ha decidido actualizar sus "Perspectivas de la economía mundial", que se publican en abril y octubre. Resumimos aquí la actualización del 29 de enero pasado.

Las condiciones de los mercados financieros mundiales siguen deteriorándose por la propagación de la crisis de las hipotecas *subprime* o de alto riesgo que comenzó el pasado mes de agosto. Aunque las operaciones de los bancos centrales, unidas a rebajas de los tipos de interés, han reducido las tensiones de liquidez en el mer-

cado bancario, las presiones persisten y probablemente las primas de inversión a largo plazo se mantendrán elevadas algún tiempo al reflejar problemas generalizados en el sistema financiero, tales como la valoración de productos complejos, la reducción del crédito, la desconfianza de las contrapartes y las presiones sobre los balances. Los riesgos de crédito y de mercado siguen aumentando y las perspectivas macroeconómicas mundiales son menos favorables. En consecuencia, se prevé una desaceleración mundial. Los mercados emergentes, por el momento, mantienen su capacidad de recuperación, gracias a que el crecimiento subyacente y políticas apropiadas han permitido que sigan entrando fuertes afluencias de capital, aunque las recientes caídas en las cotizaciones de las acciones hacen prever que algunos mercados quizá no puedan evitar el contagio.

La reducción del crédito se ha extendido más allá del sector de hipotecas de alto riesgo, con la consiguiente presión sobre los balances de algunas instituciones financieras. La situación podría empeorar tanto en EE.UU. como en Europa Occidental. Probablemente el endurecimiento de las condiciones del crédito en economías más frágiles se agravará a medida que aumente el paro y se frene la creación de puestos de trabajo.

Los mercados financieros hasta ahora han resistido, pero se enfrentan con retos futuros. El síntoma más claro de la propagación de la crisis es la notable disminución de las emisiones privadas de bonos en los mercados emergentes, sobre todo las del Este de Europa, donde los bancos han recurrido, en buena medida, a la financiación exterior para apoyar el rápido crecimiento del crédito externo. Hasta ahora la financiación del crédito en Europa Oriental mediante bancos extranjeros continúa firme, pero esos fondos podrían disminuir si la situación mundial se deteriora

y se endurecen las condiciones mundiales de financiación. Si bien con excepciones, la mayoría de los mercados emergentes siguen atrayendo inversiones de cartera de modo que sus mercados financieros han resultado menos afectados que en episodios anteriores.

Son necesarias políticas para hacer frente a las tensiones a corto plazo y asegurar la estabilidad financiera a largo plazo. A corto plazo, el objetivo consiste en restablecer la confianza de las contrapartes y la solidez financiera de las instituciones, para aliviar las actuales tensiones de liquidez, permitiendo volver al funcionamiento normal de los mercados interbancarios y la continuación de las actividades de intermediación. Un dato favorable es que las grandes instituciones cuyos balances se han deteriorado están reduciendo sus dividendos y captan capital, en parte procedente de los fondos soberanos de inversión de los países del Medio Oriente exportadores de petróleo, China y Singapur, lo que ha despertado recelos en los gobiernos occidentales ante una posible utilización de los mismos con fines políticos. Los bancos centrales tendrán que seguir gestionando las variables necesidades de liquidez de los mercados monetarios durante el tiempo que sea necesario para garantizar su funcionamiento fluido y reducir al mínimo sus repercusiones sobre la economía real. Es muy importante que los bancos centrales mantengan su flexibilidad para poder adaptarse a las necesidades del mercado mediante la adopción de iniciativas conjuntas, tales como el servicio de subasta de fondos a plazo (*Term Auction Facility*) anunciado el pasado mes de diciembre conjuntamente por la Reserva Federal de EE.UU., el Banco Central Europeo y el Banco Nacional de Suiza.

A largo plazo habría que mejorar los métodos de las entidades calificadoras del riesgo crediticio para que puedan presentar calificaciones diferenciadas, y hacer que las instituciones financieras no reguladas (o poco reguladas) que conceden hipotecas y productos de crédito de consumo similares a los de instituciones reguladas estén sometidas a condiciones y requisitos semejantes a las aplicadas a estas últimas.

El crecimiento mundial se reducirá hasta el 4,1 por 100 en 2008, frente al 4,9 por 100 en 2007. En EE.UU. las previsiones de crecimiento en el último trimestre de 2008 es de un 0,8 frente al 2,6 por 100 en el mismo período de 2007. En la eurozona será de un 1,3 por 100 en dicho período en 2008, frente al 2,6 por 100 registrado en 2007.

Es posible que el crecimiento en 2008 sea todavía menor que el previsto si las actuales turbulencias de los mercados financieros reducen aún más la demanda interna en las economías avanzadas y siguen afectando negativa-

mente a las economías emergentes y en desarrollo. El crecimiento en las economías emergentes que dependan en gran medida de entradas de capital puede verse especialmente afectado, aunque en algunas de ellas el fuerte incremento de su demanda interna puede hacer que su crecimiento sea mayor de lo previsto. La política monetaria se enfrenta con la difícil tarea de equilibrar los riesgos de un aumento de la inflación y de una desaceleración de la actividad económica, aunque una reducción del precio del petróleo podría moderar las presiones inflacionistas. Asimismo, preocupa la persistencia de los actuales desequilibrios mundiales por cuenta corriente.

## 2. Perspectivas para la economía mundial 2008, del Banco Mundial

El Banco Mundial dedica este informe al desarrollo económico de los países pobres y con rentas medias y, en especial, a las condiciones necesarias para mejorar su tecnología, cuyo avance es el determinante clave para conseguir un desarrollo sostenido y eliminar la pobreza. El informe constata que, desde el inicio de los años noventa, el progreso tecnológico de esos países ha sido mayor que el de los países ricos, pero aún así la brecha entre el nivel tecnológico de los países ricos y en desarrollo, aunque se ha reducido, continúa siendo importante. La globalización ha fomentado el progreso tecnológico de los países en desarrollo mediante el aumento de sus importaciones de bienes de consumo de alta tecnología, de bienes capital y de bienes intermedios. También se han beneficiado del aumento de las inversiones directas extranjeras que con frecuencia lleva consigo la aplicación de importantes tecnologías y el conocimiento de mercados extranjeros. Y, por último, la diáspora de científicos y expertos industriales está introduciendo nuevas tecnologías en los países en desarrollo gracias al comercio, a los contactos derivados del mismo y al retorno de miembros de la diáspora a sus países en desarrollo de origen.

Desafortunadamente, la mejora en la capacidad de los países en desarrollo para absorber y utilizar nuevas tecnologías debería aumentar, puesto que sólo si estos países la mejoran podrán disminuir la brecha que los separa de los países ricos. El obstáculo principal para el progreso no es la falta de acceso a las tecnologías, sino deficiencias en los conocimientos técnicos y en la cualificación de la mano de obra nacional que les impide aplicarlas, así como la rigidez de la administración pública que dificulta o hace imposible la creación o la expansión de empresas innovadoras. Además, la mayoría de la población y de las empresas opera en un ambiente de baja tecnología, de modo que, a pesar de tener empresas de

categoría mundial y ciudades muy sofisticadas, países como China e India tienen un nivel medio de desarrollo tecnológico no muy diferente del de otros países similares.

El informe sugiere una serie de medidas para mejorar la difusión y absorción de tecnologías por los países en desarrollo, entre ellas destaca: 1) facilitar la creación de nuevas empresas y mejorar el nivel de conocimientos técnicos de la población para asegurar que podrán aprovechar nuevas oportunidades; 2) mejorar la capacidad de absorción tecnológica a escala regional y reforzar los canales de difusión de nuevas tecnologías y las actividades de investigación y desarrollo; 3) las autoridades deben asegurar la disponibilidad de los servicios tecnológicos y de la infraestructura pública necesarios; 4) los países pobres y de ingresos medios con estudios secundarios y terciarios insuficientes deben concentrar sus esfuerzos en mejorar su calidad, y 5) es posible que sea necesaria la intervención directa de los gobiernos para asegurar la rápida difusión de las tecnologías y de la innovación. Sin embargo, estos deben actuar con prudencia, porque aunque la intervención directa, en ocasiones, ha dado buenos resultados, muchas veces ha sido un fracaso. Generalmente, las políticas exitosas conceden subsidios sólo si las empresas favorecidas progresan satisfactoriamente y se crean sistemas de inspección de buena calidad e independientes de la industria a supervisar.

Este informe recoge las oportunidades de crecimiento de los países en desarrollo después de la crisis de las hipotecas *subprime* o de alto riesgo de EE.UU. y de sus consecuencias para ese país y para el resto del mundo. Constatada la fuerte caída de las cotizaciones de los títulos obligacionales norteamericanos garantizados mediante paquetes de diferentes hipotecas, *collateralized debt obligations*, CDO, y la consiguiente volatilidad de las bolsas y de los tipos de cambio de las monedas. El Banco Mundial es optimista: Hasta el momento, el impacto en los países en desarrollo ha sido reducido, las primas de riesgo se han incrementado, pero continúan siendo relativamente bajas en un contexto histórico y las entradas de capital extranjero en los países en desarrollo siguen siendo abundantes. El crecimiento de sus PIB se mantiene sólido reflejando una mejora de las variables fundamentales de la economía en muchos de ellos, unos ingresos por exportaciones de productos básicos importantes y un continuado acceso a la financiación internacional a un coste moderadamente alto. El fuerte crecimiento del PIB está compensando en parte la debilidad de la demanda estadounidense que, según las previsiones, continuará débil hasta bien avanzado 2008.

Sin embargo, a pesar de la resistencia a *shocks* de la economía mundial hasta el momento, la situación no está exenta de riesgos. Además, el aumento de la volatilidad

en los mercados bursátiles y de divisas ha provocado que algunos países en desarrollo sean más vulnerables frente a turbulencias financieras, especialmente los que presentan fuertes déficit por cuenta corriente, tienen tipos de cambio fijos respecto a una moneda clave como el dólar o el euro y un sector bancario muy endeudado en los mercados internacionales.

En general, los países en desarrollo no se han visto muy afectados por la desaceleración de la economía estadounidense en 2007, que se estima continuará en 2008 y se recuperará en el transcurso de 2009, previsiblemente.

El crecimiento del PIB en los países en desarrollo, fuerte en 2006 (un 7,5 por 100), aumentó sólo un 0,5 por 100 en 2007. A pesar de la desaceleración de las importaciones de EE.UU. se prevé que el gasto de los países exportadores de petróleo y la expansión de China e India permitirán que el crecimiento en los países en desarrollo aumente hasta un 7 por 100 en 2008 y 2009.

La inflación en los países en desarrollo se ha mantenido muy moderada en los últimos cuatro años a pesar del fuerte crecimiento de la economía mundial. Muchos de ellos han podido contenerla endureciendo sus políticas monetarias y fiscales. En general, la fuerte subida del precio de los productos básicos sólo ha tenido un impacto directo en la inflación con un impacto indirecto (subida de salarios para compensar la inflación) hasta ahora limitado, que se espera continúe siéndolo durante 2008. Además la creciente integración de los países en desarrollo en los mercados mundiales y el aumento de su participación en el comercio mundial han contribuido a moderar la inflación al aumentar la competencia internacional. Sin embargo, en algunos de ellos la inflación sigue siendo un peligro. Así, en varios países exportadores de petróleo, los enormes ingresos por exportación están avivando la inflación. En China, los esfuerzos del gobierno para moderar el crecimiento puede que fracasen en su intento de eliminar la reciente aceleración de la inflación.

Las turbulencias financieras de mediados de 2007, desencadenadas como consecuencia de la crisis de las hipotecas *subprime* en EE.UU. han demostrado cómo unos ajustes rápidos y profundos de los mercados financieros pueden dañar la economía. Puesto que el comportamiento de los agentes en los mercados financieros es muy difícil de prever y la titulización ha hecho muy difícil identificar en quién y en qué medida descansa, en última instancia, el riesgo de impago, no se puede descartar totalmente la posibilidad de que se produzca la quiebra de un sistema o institución clave. Además, la probabilidad de que surjan problemas financieros aumentaría rápidamente si los precios de las viviendas familiares en EE.UU.

se desplomaran abruptamente, un evento que podría provocar una recesión de la economía estadounidense. Esta circunstancia, y la probable reacción de la política monetaria estadounidense subiendo los tipos de interés, podría acelerar la caída del dólar, con el consiguiente efecto desestabilizador en los mercados mundiales.

Hasta el momento, la solidez económica de algunos países en desarrollo, en especial China, ha contribuido a mitigar la desaceleración de la economía estadounidense, pero si esta sufre un *shock* grave será muy difícil evitar efectos negativos importantes en los mercados emergentes, lo que, a su vez, agravaría la pérdida de dinamismo de la economía de EE.UU. Un endurecimiento de las condiciones financieras podría causar una restricción temporal del crédito que tendría consecuencias negativas en la inversión y el crecimiento de los países de renta media. Los de renta baja también se verían afectados por la reducción de la demanda de productos básicos y la relación real de intercambio de su comercio exterior. Incluso si las turbulencias financieras se suavizan, algunos países en desarrollo continuarán siendo más vulnerables a las presiones financieras causadas por la incertidumbre y la volatilidad de los mercados de divisas.

Las turbulencias financieras sufridas en la segunda mitad de 2007 obedecieron a la interacción de varios factores. Un prolongado período de abundante liquidez y bajos tipos de interés en todo el mundo provocaron una búsqueda de mayores beneficios por parte de los inversores que decidieron asumir más riesgo, apoyados por un crecimiento global sólido y unas condiciones financieras favorables, lo que acabó produciendo cuatro años de expansión en el ciclo crediticio global. El rápido crecimiento del mercado de productos financieros estructurados, en especial los títulos obligaciones respaldados por paquetes de hipotecas, los llamados *collateralized debt obligations* (CDO), en la mayoría de los grandes centros financieros facilitaron la concesión de crédito y el endeudamiento. Los diferenciales disminuyeron hasta niveles históricos y las cotizaciones de las acciones se incrementaron rápidamente en muchos países emergentes durante la primera mitad de 2007. Así, el riesgo se subestimó enormemente en los sectores menos fiables del mercado, en especial en el de las hipotecas *subprime*. En consecuencia, el valor de los títulos garantizados por activos financieros se sobreestimó. La corrección de estos excesos comenzó a finales de julio bruscamente. Asimismo, los impagos en las hipotecas *subprime* aumentaron provocando caídas en las bolsas y volatilidad en los tipos de cambio de las monedas. Las condiciones crediticias para las empresas se endurecieron y los rendimientos de los bonos públicos disminuyeron notablemente originando una "huída hacia la calidad". Aunque las turbulencias han afectado a los mercados emergentes,

de momento su impacto negativo ha sido limitado. La "huída hacia activos de calidad" y la necesidad de cubrir pérdidas en el mercado hipotecario de alto riesgo han provocado la venta de activos financieros de elevado rendimiento, tanto en los mercados maduros como en los emergentes.

Los flujos brutos de capital hacia los países en desarrollo crecieron ostensiblemente durante 2007 hasta que comenzaron las turbulencias. Desde entonces, las empresas de esos países, que emitieron el 80 por 100 del total de obligaciones en 2007, se enfrentan con unas condiciones crediticias más rigurosas.

Tras cuatro años de sólido crecimiento del PIB y del comercio mundial, encarecimiento del precio de los productos básicos, márgenes limitados en los mercados de obligaciones, variación gradual de los tipos de interés y tipos de cambio relativamente estables, al empezar las turbulencias financieras la volatilidad ha aumentado en los mercados internacionales. Las condiciones en los mercados financieros globales, que eran excepcionalmente favorables, han pasado a ser menos estables y predecibles. Se necesitarán más reservas y otros fondos de regulación que en los últimos años para absorber *shocks* inesperados. Las autoridades deben estar preparadas para hacer frente tanto a una posible desaceleración de la economía como a un crecimiento de la misma por encima de su potencial, y también para reaccionar en el caso de una abrupta depreciación de sus monedas, o ante la posibilidad de que estas se aprecien a causa de nuevas afluencias de flujos financieros. Por otra parte, es posible que nuevas subidas en el precio de los productos básicos anulen las ganancias registradas en la pasada década.

A pesar del aumento de la volatilidad, probablemente el crecimiento agregado de los países en desarrollo seguirá siendo firme, sobre todo gracias al fuerte impulso de su demanda interna. El desarrollo económico en muchos de ellos fue especialmente intenso en la primera mitad de 2007, pero se moderará en 2008 porque el coste real del capital seguirá siendo alto para las instituciones financieras, las empresas y las familias. Una demanda interna débil provocará que el crecimiento del PIB estadounidense sea inferior al 2 por 100 en 2008, y el de Europa y Japón seguirá desacelerándose como consecuencia de la apreciación de sus monedas. La demanda de importaciones por parte de la OCDE disminuirá desde el 6,8 por 100 en 2007 hasta el 5,4 por 100 en 2008, con el consiguiente impacto negativo en las exportaciones de los países en desarrollo. Se prevé que la economía de la OCDE se recupere durante 2009 a medida que se restaure la estabilidad en los mercados financieros, lo que ayudará a mejorar la confianza de los consumidores y las empresas y se recupere la construcción de viviendas.

El Banco Mundial es optimista respecto a la repercusión de las actuales turbulencias financieras en las economías de Extremo Oriente. Según el informe, sus efectos serán mínimos en la mayoría de esos países, porque "salvo en China, la exposición directa de las instituciones financieras de la región a los valores garantizados mediante paquetes de hipotecas de EE.UU., muchas de ellas de alto riesgo, es limitada". Además, las economías de la región están entrando en el actual período de turbulencias desde una posición relativamente fuerte, con datos económicos sólidos, con tendencia a alcanzar superávit por cuenta corriente y reservas extranjeras en rápido crecimiento. Ahora bien, algunas de esas economías se han beneficiado del interés de los inversores extranjeros en los llamados *carry trade*. Así pues, si las condiciones en los mercados consolidados se deterioran hasta el punto en que los inversores desplazarán sus activos de mayor riesgo a otros más seguros desaparece el interés por los *carry trades* con la consiguiente caída de los mercados bursátiles de los países afectados y la rápida depreciación de sus monedas.

Al realizar sus pronósticos, los expertos del Banco Mundial asumen que la recesión en el mercado inmobiliario de EE.UU. no va a afectar demasiado al resto de la demanda interna, ya que será en parte compensada por un fuerte crecimiento de las exportaciones. Es decir, implícitamente asume que el dólar se depreciará. Asume también que las pérdidas en las CDO están muy distribuidas entre los inversores, y que las intervenciones del Federal Reserve, del Banco Central Europeo y de otras instituciones similares podrán restaurar la calma en los mercados financieros. No obstante, el coste efectivo del capital probablemente subirá en EE.UU., con unas condiciones financieras más rigurosas para empresas y familias. En el resto del mundo, las condiciones financieras serán más moderadas. Asimismo, continuará la debilidad en el mercado inmobiliario de EE.UU., pero se espera que la contracción del mismo acabe a mediados de 2008. Sin embargo, si se producen nuevas y fuertes pérdidas en los mercados financieros, concentradas en los grandes bancos comerciales o de inversión, las condiciones financieras globales se endurecerían mucho más, aumentando las pérdidas en CDOs, lo que podría desencadenar una espiral descendente en los mercados financieros y en la economía real, que requeriría una suavización fuerte de la política monetaria.

En dichas circunstancias, se produciría una contracción del PIB norteamericano que situaría su crecimiento en 2008 en un 1 por 100, es decir, la mitad de lo establecido. Los mercados de capital de los países ricos caerían fuertemente y el coste efectivo del capital podría aumentar 2 puntos en 2008. Ese agotamiento del crédito produciría un fuerte descenso en la inversión empresarial norteamericana, una reducción en el nivel de empleo,

menos consumo y un período prolongado de disminución de precios al consumidor. La debilidad de la economía norteamericana se contagiaría al resto del mundo debido a un descenso en las importaciones de EE.UU. y a una caída sustancial del dólar, impulsada por una suavización agresiva de la política monetaria. El contagio podría agravarse por una desaparición del *carry trade* y por un menor deseo de comprar activos norteamericanos por parte de los inversores internacionales, al debilitarse el crecimiento de EE.UU. y aumentar el riesgo de las inversiones en instituciones de ese país.

En muchos países de renta media, la debilidad de las economías de la OCDE causaría un endurecimiento de las condiciones crediticias que reduciría la inversión y el crecimiento. Los países de renta media con fuertes déficit por cuenta corriente y monedas con cotización fija respecto al euro se verían especialmente afectados. Por otra parte, las repercusiones en los países pobres podrán ser considerables, ya que una menor la demanda mundial de productos básicos podría empeorar su relación real de intercambio haciendo que su crecimiento fuese 0,6 puntos menor que el estimado.

### 3. Riesgos globales 2008, del World Economic Forum

El World Economic Forum que organiza las reuniones anuales de prestigiosos economistas, políticos y académicos en Davos (Suiza) publica también periódicamente informes sobre cuestiones de máxima actualidad en materia de política, economía y cultura mundiales. El último, publicado el pasado mes de enero, trata de identificar los riesgos que afectan a la economía mundial. La primera cuestión es cómo hacer frente a las consecuencias de la crisis de las hipotecas *subprime* o de alto riesgo en EE.UU., a la escasez del crédito consiguiente y a su repercusión en la economía mundial. Otros riesgos graves se derivan, según el informe, de la tensión entre EE.UU. e Irán, de la guerra en Irak y Afganistán, del cambio climático y de las consecuencias de la globalización. No obstante, en este resumen sólo se tratará de la primera cuestión.

En los últimos veinte años se ha producido una revolución en los mercados financieros mundiales causada por la desregulación, las grandes innovaciones financieras, la integración financiera global y la creciente importancia del sector financiero en la economía.

La desregulación ha transformado profundamente los mercados financieros de las economías avanzadas al suprimir barreras a la entrada, reducir diferencias artificiales

entre tipos de entidades financieras, aumentar la competencia transfronteriza, fomentar la aparición de grandes y complejas instituciones financieras y las innovaciones financieras. Estas últimas han producido una explosión de los productos derivados y estructurados, permitiendo así una asignación más eficiente de recursos financieros. Algunos creen que eso ha reforzado el sistema financiero global al distribuir mejor el riesgo, pero esos nuevos productos pueden hacer más difícil evaluarlo, identificar al agente que en realidad lo soporta y juzgar si puede hacer frente al mismo. La calificación de nuevos tipos de activos financieros ha otorgado a las agencias calificadoras una importancia crucial en los mercados globales. Además, puede ocurrir que las autoridades reguladoras no sean capaces de evaluar los riesgos consiguientes en los mercados globales.

La aparición de *hedge funds* (fondos de inversión de alto riesgo), *private equity* (fondos de propiedad privada) y *sovereign wealth funds* (fondos soberanos) han cambiado el equilibrio del sistema financiero global. En ocasiones, los *hedge funds* están muy apalancados y, por lo tanto, sometidos a mayores riesgos, realizan inversiones menos duraderas que las de los inversores corrientes y operan sin publicidad y con escasa supervisión. Las *private equity*, aunque con frecuencia invierten a más largo plazo, carecen de supervisión eficaz y, a veces están muy apalancadas. Los *sovereign wealth funds*, hoy muy importantes debido a las enormes reservas de los países exportadores de petróleo, tampoco están sometidos a supervisión suficiente, y preocupan a los expertos porque pueden actuar por motivos políticos en lugar de económicos y realizar grandes movimientos de capital potencialmente desestabilizadores.

Las diferencias entre los tipos de instituciones financieras se están difuminando aumentando las transferencias de riesgo entre ellas. Los bancos están suministrando capital para cubrir riesgos de seguro y los reaseguradores están utilizando valores ligados a seguros para transferir esos riesgos a los mercados de capital. La creciente importancia de los intermediarios de mercado puede haber aumentado la oferta de productos financieros estructurados a los inversores. Pero no todos los intermediarios están sujetos a reglas del capital mínimo según el riesgo y a una supervisión suficiente. El modelo "originación y distribución" de títulos valores emitidos por los bancos puede que haya rebajado la fiabilidad de aquellos, mientras que la creciente importancia de las agencias de calificación crediticia —que tienen un papel decisivo en la estimación de los riesgos, pero que no los soportan— puede suponer retos similares respecto a incentivos.

El mercado mundial de divisas se está haciendo multipolar. Aunque el dólar sigue siendo la divisa global de reserva y probablemente lo seguirá siendo bastante tiempo,

la fortaleza del euro y la creciente importancia de las monedas de los países emergentes acabará debilitando al dólar como moneda de reserva, con consecuencias en la gestión global de las reservas de los bancos centrales y en las cotizaciones de las monedas.

Estos cambios han tenido las siguientes implicaciones:

1ª) La asunción de los riesgos se ha hecho más descentralizada. El crecimiento de la titulización ha permitido una mayor diversificación y distribución del riesgo. Por ello se recomienda adoptar un nuevo enfoque del modelo de riesgo sistémico basado en el mercado, en el que las crisis financieras se manifiestan en los mercados más que en las instituciones, aunque por supuesto estas deben seguir estando supervisadas.

2ª) La transmisión de riesgo se ha hecho más importante: el aumento de las interconexiones ha multiplicado los puntos de posibles problemas y aumentado la importancia de las conexiones sistémicas. La dinámica del comportamiento de los agentes es esencial. Un ejemplo de la importancia de la transmisión del riesgo es el *carry trade* en el que se da la posibilidad de cambios abruptos de sentido de grandes flujos de capital que pueden causar crisis sistémicas.

3ª) La gestión del riesgo es fundamental: la complejidad del sistema ha puesto de relieve la necesidad de una gestión eficaz del riesgo en la empresa, mejorando la misma. En el ámbito nacional e internacional prestando más atención a la coordinación financiera y política.

En su conjunto, estos cambios han aumentado la capacidad del sistema financiero para asumir y distribuir riesgos, haciéndolo así más estable. Pero, como muestran experiencias recientes, esto es cierto sólo en condiciones "normales" del mercado. A este respecto, algunos analistas estiman que el sistema financiero puede que sea más procíclico si la creciente dispersión del riesgo no va unida a una mejor comprensión de los factores que rigen la segmentación y diversificación del mismo.

De esta forma, el sistema financiero se ha hecho más estable y eficiente en circunstancias normales, pero al mismo tiempo más vulnerable en épocas de turbulencias. La creciente importancia del sector financiero en la economía global ha provocado que el impacto de la inestabilidad financiera en la economía real también haya aumentado. Las recientes turbulencias en los mercados financieros han puesto de manifiesto que:

1º) La escasez de liquidez consiguiente y la fuerte caída en el precio de los activos indican que muchos de los modelos de riesgo existentes son inadecuados y no re-

flejan suficientemente la dinámica, complejidad y naturaleza impredecible de las crisis financieras. Falta mucho aún por aprender sobre la distribución subyacente de riesgos, en especial los situados en los extremos de la curva de distribución de la probabilidad. Es, pues, urgente un nuevo enfoque del problema para desarrollar nuevos modelos más ajustados a la realidad.

2º) La opinión generalizada enfatiza los dos componentes del riesgo: probabilidad y gravedad. En consecuencia, el tratamiento y calificación de los riesgos debe prestar atención tanto a la prevención (reducir la probabilidad de que se produzca) como a su mitigación (disminuir su impacto negativo).

3º) Los cambios en los mercados financieros, aunque han sido en general beneficiosos, han creado nuevos riesgos imprevistos que los hacen más vulnerables a *shocks* exógenos, como los geopolíticos, y a factores externos, como las burbujas especulativas. Muchos de los nuevos riesgos son impredecibles, lo que hace imposible su prevención y mitigación.

4º) Puede que no tenga sentido tratar de eliminar riesgos que, en el fondo, suponen nuevas oportunidades, aunque también creen nuevos peligros. Quizás sea más efectivo aumentar la flexibilidad y la resistencia del sistema financiero mejorando los indicadores de futuro, incrementar su capacidad para soportar turbulencias, comprendiendo mejor los eventos situados en los extremos de la curva de probabilidad, y exigiendo una mejor planificación sobre qué hacer frente a posibles contingencias.

5º) Las estrategias para hacer frente a riesgos financieros sistémicos deben reflejar la transformación del sistema financiero global hacia un modelo basado en el mercado. Queda mucho por hacer respecto a como aumentar la colaboración entre el sector público y el privado para evaluar las posibles crisis, gestionar la liquidez y prevenir y calificar los riesgos. Un ejemplo de esa colaboración ha sido la creación del Grupo de Gestión del Riesgo de la Contraparte (*Counterpart Risk Management Policy Group*) tras el colapso de *Long-Term Capital Management* que ha contribuido a disminuir los riesgos causados por el apalancamiento de los *hedge funds*.