

I. Introducción: resistencia ante las crecientes tensiones

El pasado año por estas fechas, la continuidad en el excelente comportamiento de la economía mundial despertaba una mezcla de satisfacción y sorpresa. Satisfacción, porque el vigoroso crecimiento económico y la persistente inflación reducida, especialmente en un buen número de economías de mercado emergentes, se traducían por lo general en un aumento del nivel de vida y en una reducción notable de la pobreza. Sorpresa, porque toda una serie de desequilibrios que, en opinión de algunos observadores, podrían haber amenazado claramente este buen comportamiento, todavía no lo habían hecho. Numerosas variables macroeconómicas fundamentales, que se habían desviado de manera sustancial y sostenida con respecto a sus patrones históricos, sorprendieron al no presentar ninguna de las señales habituales de reversión a su tendencia. Los niveles récord de endeudamiento de los hogares y su tendencia al alza, así como las nuevas subidas de los precios del petróleo, no lastraron el gasto en Estados Unidos. Tampoco se desplomaron en ningún país los precios de la vivienda, situados en máximos históricos, ni se interrumpió el auge de la inversión en China. Asimismo, los capitales siguieron fluyendo con facilidad hacia prestatarios de todo tipo y los mercados de divisas no se vieron alterados por el inesperado deterioro adicional de los desequilibrios externos, que ya partían de niveles sin precedentes.

Un año después, estas mismas sensaciones podrían suscitarse aún en mayor medida. Por una parte, siguen existiendo motivos de satisfacción. No sólo ha continuado la evolución económica favorable (véanse los Capítulos II y III), sino que también hay indicios de que ciertos aspectos de los desequilibrios podrían estar atenuándose. La recuperación económica parece consolidada en Japón y aumenta la probabilidad de un crecimiento más sostenido tanto en Alemania como en otros países de Europa continental. Esta situación reduce la dependencia de la expansión mundial con respecto a los dos polos de crecimiento anteriores, Estados Unidos y China. Como consecuencia de esta creciente expansión, los desequilibrios comerciales también podrían reducirse. Por otra parte, los motivos para la sorpresa son incluso mayores. Así, en el transcurso del pasado año se agravaron otros desequilibrios que ya antes parecían preocupantes; en concreto, el ingente endeudamiento registrado de nuevo este ejercicio aumentó los niveles de deuda y sus potenciales costes financieros. Pese a todo ello, la economía mundial ha cobrado dinamismo.

Sin embargo, este sostenido e intenso crecimiento económico ha comenzado a suscitar inquietud ante posibles presiones inflacionistas de alcance mundial, por lo que han empezado a modificarse las políticas que previamente habían favorecido unas condiciones monetarias internacionales extremadamente laxas (véase el Capítulo IV). Así, el mayor endurecimiento de

la política monetaria en Estados Unidos y Europa, el fin de la “relajación cuantitativa” y de la intervención en el mercado de divisas por parte de Japón y el anuncio de una modificación del régimen cambiario en China son sólo algunas muestras de los significativos ajustes de las políticas observados a lo largo del último año (véase el Capítulo V). La buena noticia —de nuevo grata aunque sorprendente— es que, hasta el cierre de este informe a finales de mayo, estos cambios no han ido acompañados de tensiones graves en los mercados financieros. El temor, que por fortuna no se ha materializado, era que la interacción entre los tipos de interés oficiales más elevados y los desequilibrios subyacentes afectara tanto a los mercados financieros como a la propensión al gasto, y tuviera un efecto conjunto sobre el crecimiento y el empleo mundiales.

Todo ello no significa que la reciente orientación más restrictiva de la política monetaria no haya tenido respuesta alguna. Diversos indicios apuntarían a que se habría alcanzado un cierto punto de inflexión. Los tipos de interés de la deuda a largo plazo han comenzado finalmente a subir, con mayor intensidad desde el comienzo de 2006, constatándose además efectos crecientes sobre otros mercados financieros (véase el Capítulo VI). Además, en Estados Unidos y en otros países, tanto los aumentos del precio de la vivienda (véase el Capítulo VII) como el dinamismo del sector de la construcción han perdido últimamente parte de su vigor. Evidentemente, el deseo de los responsables de las políticas económicas debe ser que continúe esta desaceleración ordenada para lograr un ajuste suave en una tasa de crecimiento sostenible. Éstas son, ciertamente, las previsiones de consenso, al igual que las del FMI y la OCDE.

Con todo, aun siendo éste el resultado esperado, ¿hasta qué punto podemos estar seguros de que así ocurra? En este sentido, cabría destacar que el ciclo de endurecimiento de la política monetaria a escala mundial no se encuentra tan avanzado como en Estados Unidos. Es más, los tipos de interés a largo plazo, variable clave en numerosos mercados financieros, sólo empezaron a subir significativamente a principios de 2006, por lo que aún podrían registrarse nuevos efectos adversos. Las experiencias históricas recientes de Japón, Alemania y el sudeste asiático ilustran la posibilidad de sufrir costosas desaceleraciones económicas, incluso tras dilatados periodos de excelentes resultados. Estos ejemplos muestran asimismo que los periodos prolongados de estabilidad de precios no constituyen garantía alguna de crecimiento robusto en el futuro.

En la actualidad, las autoridades económicas deberían, por prudencia, seguir centrándose en vigilar y dar respuesta a los riesgos que subsisten. Antes de que se materialicen, habría que considerar qué medidas pueden adoptar para minimizar tanto la probabilidad de experimentar dificultades como la magnitud de las pérdidas que se producirían en tal caso. Cuando ya surjan los problemas, habría que definir una estrategia para reducir los daños colaterales. En el capítulo de Conclusión, el presente Informe Anual aborda estos asuntos de carácter prospectivo y más normativo.

Lo que limita nuestra capacidad para evaluar tanto los problemas incipientes como sus posibles soluciones es el continuo proceso de cambio

estructural que atraviesa la economía mundial. Las nuevas tecnologías y la apertura de economías previamente cerradas a las influencias externas están afectando profundamente a la economía real. Por otra parte, el mecanismo de la inflación también ha cambiado, tal vez radicalmente. Además, el efecto combinado de la globalización, la consolidación y la creciente influencia de las fuerzas del mercado se ha dejado sentir también en el sector financiero. En este contexto, la buena noticia es que los bancos centrales parecen ser plenamente conscientes de estos cambios y de las incertidumbres que generan. Durante el pasado año se cuestionaron cada vez más los actuales marcos de política económica y se observaron indicios de notables esfuerzos para adaptarlos a las nuevas circunstancias. Así pues, el cambio está engendrando cambio, lo cual no es mala cosa.

Afrontar los desafíos del éxito reciente

Las principales áreas geográficas registraron sin excepción un robusto crecimiento económico durante el periodo analizado. El impulso de esta expansión, originado en buena medida en Estados Unidos y los países asiáticos, benefició en primer lugar a las economías que exportan a estas regiones. A su vez, esta mayor demanda se tradujo en notables subidas de los precios de la energía y de otras materias primas, que beneficiaron, vía cantidades y precios, a las economías de mercado emergentes en su conjunto, incluida África por tercer año consecutivo. Por otra parte, también Japón y Europa continental dieron muestras más claras de recuperación, pese a resultar perjudicados por esta evolución de los precios.

A pesar de este satisfactorio dinamismo en términos agregados, el gasto en algunas de las economías de mayor crecimiento volvió a seguir un patrón muy poco corriente. Así, en Estados Unidos y algunos otros países, el consumo privado ha sido extraordinariamente elevado, al igual que la inversión privada en vivienda. Ambos componentes se han visto impulsados por condiciones crediticias laxas, el aumento de los precios de la vivienda y una capacidad financiera muy desarrollada para obtener financiación garantizada por el valor neto de la vivienda. Como consecuencia, la tasa de ahorro de las familias ha permanecido muy reducida (de hecho, marcadamente negativa en algunos países) y ha vuelto a aumentar el endeudamiento de los hogares. En China, por el contrario, el componente anormalmente elevado ha sido la inversión en capital fijo. En este país también han influido en gran medida las favorables condiciones crediticias, al igual que la presión política para obtener préstamos en proyectos que podrían no satisfacer los criterios habituales de riesgo de crédito. La inversión extranjera directa también ha jugado un papel fundamental, orientándose una gran parte de la producción hacia los mercados exteriores. Simplificando en exceso, cabría afirmar que estos patrones inusuales han convertido a los países de habla inglesa en el polo mundial donde se concentra el aumento del consumo de bienes comerciables, mientras que Asia, con China como eje central, se ha transformado en el polo mundial donde se originan los incrementos de producción.

En otras regiones, la desviación más destacada respecto a los patrones de gasto más convencionales ha sido una tasa de inversión empresarial persistentemente reducida, en un entorno caracterizado por la continuidad de un elevado nivel de ahorro de los hogares. La persistencia de una baja tasa de inversión en tantos países resulta particularmente desconcertante, por cuanto los beneficios registrados han sido generalmente elevados y las condiciones de financiación parecen ser aún muy ventajosas. Entre las posibles explicaciones de tan reducida inversión podrían citarse la dubitación en la toma de decisiones a raíz de anteriores excesos, así como la exigencia por los inversionistas de tasas de rentabilidad demasiado elevadas para un entorno de tipos de interés bajos. La influencia de estos factores, sin embargo, debería disminuir con el tiempo. Una explicación más pertinente podría basarse en las dudas sobre la rentabilidad futura de las inversiones, por distintos motivos. Uno de ellos podría ser el temor a que el crecimiento de los beneficios en periodos anteriores haya obedecido básicamente a factores irrepetibles, tales como descensos de los tipos de interés, rebajas impositivas y reducciones de costes. Otro motivo sería la convicción de que los elevados niveles actuales de gasto de las familias en países como Estados Unidos son insostenibles. Y aún otro podría ser la inquietud ante la competencia futura, especialmente la que procede de China y la India.

A escala internacional, el hecho de que Estados Unidos y otros países ahorren tan poco en relación con su inversión interna, mientras que otros países ahorran tanto, ha repercutido en un aumento de los desequilibrios externos hasta niveles récord. El déficit por cuenta corriente estadounidense a finales de 2005 equivalía al 6,5% de su PIB, pese a que la balanza de rentas seguía registrando saldos persistentemente positivos hasta hace bien poco. Prácticamente todas las áreas geográficas han contribuido a financiar el déficit estadounidense, especialmente China, Japón y recientemente los países exportadores de petróleo.

Al igual que la solidez de la demanda mundial, la evolución de la inflación a escala mundial también fue motivo de satisfacción en el último año. Aunque el encarecimiento de la energía tendió a elevar la inflación general, apenas se transmitió a los índices de inflación subyacente. En la mayoría de países, los salarios y prestaciones sociales permanecieron por lo general bajo control. Además, los aumentos de productividad tendieron a ser mayores en los países donde los costes salariales crecen más rápido, como Estados Unidos, compensándose sus efectos sobre los costes laborales unitarios. El hecho de que los beneficios empresariales, en porcentaje de la renta total de los factores, alcanzaran en 2005 cifras récord mundiales pese al encarecimiento de las materias primas conlleva asimismo implicaciones favorables: una compresión de los márgenes de beneficio podría contener, durante algún tiempo, nuevas presiones por el lado de los costes.

No obstante, al igual que sucede con los datos de demanda agregada, un examen minucioso de las cifras de inflación revela factores latentes que merecen atención. En primer lugar, los datos disponibles podrían no recoger de manera fiable las tendencias subyacentes de la inflación, ya de por sí complicadas de medir por los enormes cambios de los precios relativos en

los últimos años. Por ejemplo, los costes imputables a los servicios de la vivienda han ido aumentando de manera acusada en la mayoría de los países y, sin embargo, su medición para la elaboración de los índices de precios de consumo tiende a ser incorrecta, cuando no ignorada. En segundo lugar, el concepto de inflación “subyacente” excluye los precios de los componentes volátiles, cuando en realidad los precios de los productos energéticos excluidos han tendido al alza durante los tres últimos años. El encarecimiento de la energía y los mayores costes imputables a los servicios de la vivienda que soportan los consumidores aún podrían repercutir en la fijación de salarios. En tercer lugar, las restricciones que impone la regulación de los mercados y los subsidios fiscales han amortiguado en numerosos países los efectos del encarecimiento de la energía, si bien la tendencia es a su eliminación con el tiempo. Por último, cabe esperar crecientes presiones inflacionistas a medida que la economía mundial se acerque a la plena utilización de su capacidad productiva.

En los últimos trimestres, la creciente preocupación por la necesidad de “vigilancia” frente a las presiones inflacionistas potenciales se ha agudizado tras varios años de condiciones monetarias y crediticias muy acomodaticias. En Estados Unidos y la zona del euro, los tipos de interés oficiales han sido negativos en términos reales durante años, y desde principios de esta década se han situado muy por debajo de sus tasas de crecimiento potencial. Los agregados monetarios y crediticios apuntan en la misma dirección, habiendo experimentado todos ellos fuertes incrementos en los últimos años, la mayoría con tendencia a acelerarse en el periodo analizado. En las economías de mercado emergentes se aprecian pautas similares, como resultado de las tendencias internas hacia una rápida expansión del crédito y de los efectos sobre la liquidez interna de las cuantiosas entradas de capital. El reflujó posterior de fondos hacia los países industrializados, en forma de reservas de divisas, completa el proceso por el que las instituciones oficiales han inyectado liquidez a escala mundial.

La continuidad de las condiciones monetarias expansivas también influyó en el comportamiento de otras variables financieras durante el último ejercicio fiscal. Tal vez lo más destacado, a raíz de sus efectos en otros muchos mercados, fuese la tenaz resistencia a subir que opusieron los tipos de interés de la deuda estadounidense a largo plazo, a pesar de las considerables subidas del tipo de interés de los fondos federales en un contexto de crecimiento económico intenso y sostenido. De hecho, no fue hasta marzo de 2006 cuando el tipo de interés a largo plazo, tras continuas caídas, logró retornar a su nivel de junio de 2004, cuando la Reserva Federal inició el proceso de endurecimiento monetario. La evolución de los tipos de interés de los bonos fue similar en otros países industrializados, aunque con valores más reducidos dada la mayor debilidad de sus economías. Por una parte, una serie de estudios parecía confirmar la influencia de las ingentes compras de bonos a largo plazo por parte de bancos centrales extranjeros, principalmente en dólares estadounidenses, y de fondos de pensiones y compañías de seguros con el fin de cubrir sus pasivos a largo plazo. Por la otra, no puede descartarse por completo la posibilidad de que el mercado simplemente esté incorporando

en sus precios una mayor probabilidad de que se produzca una prolongada recesión económica, quizá como respuesta a los actuales excesos.

La evolución de otros mercados financieros, sin embargo, parecía no avalar demasiado estas interpretaciones más pesimistas. De hecho, los precios de casi todos los activos financieros a largo plazo han permanecido elevados. Los diferenciales de los bonos corporativos de alta rentabilidad se estrecharon hasta rozar sus mínimos del ciclo. Los diferenciales de la deuda soberana se redujeron aún más hasta alcanzar mínimos históricos, que básicamente se han mantenido hasta ahora. Con la excepción de los mercados estadounidenses, las bolsas de valores obtuvieron ganancias cuando menos constantes en casi todos los mercados internacionales en 2005, llegando a rozar lo espectacular en Japón y en numerosas economías de mercado emergentes. Además, conforme se señaló anteriormente, los precios de la vivienda continuaron subiendo en la mayoría de países. Por último, y también en consonancia con las previsiones optimistas, el coste de la prima por volatilidad esperada (derivado de los precios de las opciones) también ha sido extraordinariamente bajo en los últimos trimestres.

No resulta difícil encontrar factores específicos en cada uno de estos mercados que avalen una visión optimista del futuro. Por ejemplo, apenas se han registrado impagos en los bonos corporativos durante los últimos años. Además, en los países industrializados, muchos emisores soberanos se han visto favorecidos por mejores políticas internas, posiciones externas más sólidas y menor volatilidad macroeconómica. Con todo, el incremento simultáneo de los precios de todos estos activos a largo plazo invita a considerar la posibilidad de un factor común. En este sentido, dichos aumentos podrían reflejar —en diversos grados— el prolongado periodo de condiciones financieras laxas al que nos acabamos de referir. De hecho, la trayectoria reciente de los precios de las materias primas en general, y del petróleo y el oro en particular, avalan aún más esta interpretación. La tendencia alcista casi ininterrumpida de todos ellos comenzó hacia mediados de 2003, justo cuando los tipos de interés oficiales en los principales países industrializados alcanzaron su nivel más bajo del presente ciclo.

Aunque por motivos ligeramente distintos, los bancos centrales en la práctica totalidad de las grandes economías industrializadas endurecieron su política monetaria en el periodo analizado. Este proceso siguió liderándolo Estados Unidos, donde cada reunión del Comité para las Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal condujo a un aumento de 25 puntos básicos del tipo de interés oficial, hasta alcanzar el 5% a mediados de mayo de 2006. Aunque la medida de inflación subyacente preferida por la Reserva Federal permaneció bajo control, la inflación general alcanzó en 2005 máximos cercanos al 4,5%, por la influencia concreta de los mayores precios de la energía. Además, el descenso observado en los indicadores de la capacidad ociosa interna fue indicativo de posibles presiones inflacionistas adicionales, al igual que lo fueron la rápida y continua subida de los precios de la vivienda. El BCE también elevó sus tipos de interés en dos ocasiones, pese a niveles de capacidad ociosa relativamente más altos, expresando además su preocupación por la evolución de las variables incluidas en los dos pilares

que sustentan la estrategia de su política: por un lado, los mayores precios del petróleo elevaron la inflación general, reforzando aún más la necesidad de estar vigilantes ante futuras subidas salariales, y por el otro, el crecimiento del crédito se aceleró de forma acusada, en especial las hipotecas al sector de las familias.

Incluso en Japón, donde las autoridades se habían centrado durante años en combatir las presiones deflacionistas, los síntomas incipientes de una salida de la deflación llevaron al Banco de Japón a cambiar gradualmente su política monetaria instrumentada con “objetivos cuantitativos”. No obstante, el Banco de Japón aclaró que este cambio en ningún caso equivalía a una decisión de incrementar el tipo de interés a corto plazo. Al igual que los aumentos “medidos” de los tipos de interés oficiales en Estados Unidos, la finalidad de esta medida es evitar perturbaciones al liquidar las posiciones financieras contraídas durante el dilatado periodo de tipos de interés extremadamente bajos en Japón. La política monetaria también se endureció con cautela en otros países industrializados por motivos muy similares.

Este proceso de endurecimiento de la política monetaria tuvo un efecto secundario indeseado: las subidas de los tipos de interés oficiales en Estados Unidos superiores a las de otros países hicieron que el dólar se apreciara sustancialmente en términos efectivos durante la mayor parte de 2005, aunque más tarde retrocedió ligeramente. Este fortalecimiento del dólar no sólo contradujo las expectativas de los agentes que habían centrado su atención en el incremento —en realidad insostenible— del déficit exterior estadounidense, sino que tal vez incluso agravó dicho déficit. Las importaciones crecieron notablemente en porcentaje del PIB, y sólo en parte como resultado de los mayores precios del petróleo. En otras economías industrializadas, la debilidad de sus monedas ayudó a reducir el impacto en general adverso del encarecimiento de las materias primas y del deterioro de la relación real de intercambio sobre la balanza por cuenta corriente.

Era de esperar que el fortalecimiento del dólar, combinado con la subida del tipo de interés oficial en Estados Unidos, redujera los flujos de capital hacia las economías de mercado emergentes, debilitando con ello sus monedas. Sin embargo, de nuevo en contra de lo esperado, la gran mayoría de estas monedas se apreció, en algunos casos de forma sustancial, durante buena parte del periodo analizado. Esta evolución se produjo en parte como resultado de la mejora de las balanzas comerciales asociada al incremento de los precios de las materias primas y a la mejora de sus políticas internas, aunque también es cierto que las entradas de capital de muy distinta naturaleza crecieron hasta alcanzar niveles claramente superiores. Al parecer, conforme los tipos de interés subían en Estados Unidos, la financiación de las operaciones de *carry trade* (operación de arbitraje de tipos de interés entre monedas) que sostenían esos flujos de entrada simplemente se desplazó hacia otros países industrializados con tipos de interés más bajos.

Las economías de mercado emergentes reaccionaron ante estas presiones con diversas combinaciones de apreciación del tipo de cambio, intervención en el mercado de divisas y relajación de la política monetaria interna. Así, se observó en general mayor predisposición a aceptar monedas

más fuertes. Aun así, los tipos de interés reales se mantuvieron muy próximos a cero en muchas economías emergentes —excepto en América Latina— durante la mayor parte del periodo analizado, una situación muy similar a la observada en el grueso de los países industrializados. En cuanto a la intervención oficial en los mercados de divisas, el volumen de reservas mantenido por las economías de mercado emergentes alcanzó máximos históricos, aunque a un ritmo más lento. Si bien el aumento de las reservas fue una constante en la práctica totalidad de estos países, en el caso de China se alcanzaron proporciones espectaculares.

Entre febrero y mediados de mayo de 2006, conforme se generalizaba el patrón de mayor crecimiento económico y endurecimiento de las políticas monetarias en los países industrializados, comenzaron a observarse indicios de cambio en el entorno financiero. Tal vez lo más significativo fuese el fuerte incremento de los tipos de interés de la deuda a largo plazo en Estados Unidos, al igual que en Europa y Japón. Además, el dólar comenzó a debilitarse de nuevo —incluso a un ritmo cada vez mayor a partir de abril—, al tiempo que el yen y el euro se apreciaban. Las monedas de alta rentabilidad, como el dólar neozelandés, el forint húngaro y la corona islandesa, que previamente habían recibido el favor de los especuladores, se depreciaron de forma acusada conforme el mercado redirigía su atención hacia los desequilibrios internos de estos países (tales como el rápido aumento de los precios de la vivienda y las bajas tasas de ahorro privado) y hacia los elevados déficits exteriores asociados. Los mercados bursátiles de Oriente Medio, región muy favorecida por los mayores precios de la energía, cayeron incluso de forma más drástica al moderar los inversionistas regionales su exuberancia previa. También las bolsas de muchas otras economías de mercado emergentes retrocedieron en mayo, ante la retirada de inversionistas extranjeros. Continúa siendo una incógnita si estos acontecimientos presagian un retorno más generalizado y duradero hacia la prudencia por parte de los inversionistas. Cabe señalar que aunque en el pasado reciente han abundado los pronósticos erróneos de este cambio de actitud inversora, el contexto económico no era entonces, como lo es ahora, de endurecimiento de la política monetaria a escala mundial.

Cambio estructural y de orientación de las políticas

Con el tiempo, los procesos productivos de la economía mundial han experimentado un notable grado de integración, especialmente a partir de principios de los años 90, lo que se ha traducido tanto en mayores niveles de productividad a escala internacional como en enormes aumentos de la oferta efectiva de mano de obra mundial. La interacción de ambos factores ha continuado presionando a la baja de forma directa los precios de los bienes y servicios comerciables, aunque en 2005 quizá con menor intensidad que en años anteriores. Sin embargo, han seguido produciéndose efectos indirectos, con repercusiones concomitantes para los procesos de determinación de salarios y precios. A este respecto, no sólo se dispone de crecientes volúmenes de mano de obra extranjera con los que afrontar

atascos en la producción, sino que las amenazas de traslado de fábricas enteras a países con menores costes resultan cada vez más creíbles. Por su parte, las operaciones de fusión y adquisición de empresas durante el pasado año reforzaron esas tendencias de largo plazo, especialmente en Europa. Asimismo, en el último ejercicio se hicieron más patentes los intentos de las empresas de economías de mercado emergentes por controlar compañías en otras economías semejantes y también en países industrializados. Este fenómeno marca una fase decisiva y más delicada desde un punto de vista político dentro del proceso de globalización.

Según avanzaba el año, fueron acrecentándose las muestras de resistencia a todas estas fuerzas. En Estados Unidos, el creciente déficit comercial bilateral con China intensificó la presión política para permitir la apreciación del renminbi. En este sentido, muchos consideraron insuficiente la leve revaluación de julio de 2005 y el anuncio de un nuevo régimen cambiario basado en una cesta de divisas, por lo que el Congreso de Estados Unidos introdujo una serie de proyectos de ley encaminados a imponer aranceles punitivos a las importaciones procedentes de China. Los grupos políticos estadounidenses también se opusieron con fuerza a los intentos de sociedades, primero chinas y más tarde de Oriente Medio, por adquirir cuotas de control en intereses estadounidenses. En Europa, la resistencia se materializó en medidas orientadas a impedir la liberalización del sector servicios dentro de la Unión Europea y a evitar las adquisiciones transfronterizas de empresas, especialmente en los sectores financiero y energético. En Francia, las protestas generalizadas en contra de medidas diseñadas para liberalizar el mercado de trabajo volvieron a atestiguar las incertidumbres y temores generados por el proceso de globalización.

El cambio estructural en curso también afectó a los mercados financieros internacionales en el periodo examinado. Un fenómeno positivo fue la mayor capacidad de los prestatarios de economías de mercado emergentes para emitir deuda denominada en moneda local, en ocasiones con plazos de vencimiento bastante largos. A lo largo del año, parece que estos bonos acapararon el interés de los fondos de pensiones y de otros muchos inversionistas, lo que refutaría la doctrina del "pecado original", según la cual los países con un pobre historial macroeconómico nunca vuelven a disfrutar de tales oportunidades de endeudamiento. Por supuesto, cabría preguntarse si este renovado acceso al crédito no resultará ser más que un mero subproducto pasajero de las ventajosas condiciones monetarias imperantes y de la mayor preferencia por el riesgo.

Otro fenómeno destacable fue la continuidad del espectacular crecimiento de los mercados de transferencia del riesgo de crédito, en particular para diversos tipos de bonos estructurados de titulización de deuda respaldados por una creciente gama de activos de riesgo, incluidos inmuebles de uso comercial. También este fenómeno supone un paso importante hacia mercados más completos y eficientes, a pesar de no estar exento de riesgos. Un grupo de trabajo sobre estos mercados, integrado por representantes del sector privado, elaboró un informe el pasado año en el que se presta especial atención a las frecuentes deficiencias de la documentación jurídica acreditativa

y a otros riesgos operacionales. Las autoridades supervisoras de Nueva York y Londres, donde opera la mayoría de estos mercados, reaccionaron de forma inmediata con enérgicas medidas de mejora.

La tarea de los bancos centrales se ha visto afectada, para bien y para mal, por estos cambios estructurales. En concreto, las perturbaciones positivas por el lado de la oferta, incluidos los efectos de la globalización en los mercados de trabajo, han facilitado el mantenimiento de la inflación en niveles reducidos. Menos favorable resulta que esta situación haya inducido a pensar que la batalla contra la inflación se ha ganado para siempre. Además, aun siendo más completos y, por lo general, más eficientes, los mercados financieros parecen haber infravalorado el riesgo en ocasiones y haber expandido excesivamente el crédito. Esta mezcla de dinero fácil y primas de riesgo bajas podría acabar generando inflación, desequilibrios financieros, o ambos.

En este sentido, los bancos centrales han mostrado en los últimos años mayor predisposición a incorporar todos estos aspectos en sus estrategias monetarias. Asimismo, han manifestando cada vez con más frecuencia la necesidad de elevar los tipos de interés oficiales hasta niveles más “normales” o “neutrales”. En términos más formales, el Banco de Japón ha enunciado las dos “perspectivas” que guiarán sus futuras decisiones de política, a saber, las previsiones de inflación a corto plazo y la necesidad de evitar problemas a largo plazo similares a los experimentados a finales de la década de los 80. Por su parte, la estrategia de los dos pilares del BCE también parece haber ido evolucionando en una dirección semejante. Todas estas modificaciones se sustentan en un creciente número de estudios empíricos que señalan que, a la hora de garantizar la estabilidad macroeconómica a largo plazo, tal vez las condiciones monetarias, crediticias y financieras sí que importen después de todo.