

## I. Introducción: recomponer el rompecabezas

La evolución de la economía mundial durante los últimos años ha sido extraordinaria, incluido el periodo entre abril de 2006 y mayo de 2007 analizado en este Informe Anual. En primer lugar, y como hecho más destacable, el crecimiento económico se ha mantenido en sus niveles más altos del periodo de posguerra, con el beneficio añadido de que muchos de los países más pobres han participado de esta creciente prosperidad. En segundo lugar, a pesar de ese rápido crecimiento y de las considerables perturbaciones al alza en el precio de la mayoría de las materias primas, los niveles de inflación subyacente han seguido en general moderados. En tercer lugar, las tasas de interés reales y las primas por riesgo de todo tipo han permanecido inusualmente bajas. Por último, los desequilibrios comerciales internacionales, que alcanzan niveles récord, han podido financiarse fácilmente hasta ahora y los tipos de cambio se han mantenido generalmente estables. De por sí, cada uno de estos hechos podría considerarse sin más positivo. Sin embargo, la combinación de todos ellos es tan extraordinaria que necesariamente suscita interrogantes sobre el origen y, por consiguiente, la sostenibilidad de tan afortunada conjunción.

Se han sugerido diversas hipótesis para aclarar algunos de estos fenómenos, pero ninguna de ellas ofrece una explicación de conjunto. Por ejemplo, la idea de una «escasez de inversiones» a escala mundial merece ser considerada a la hora de explicar los bajos niveles de inflación y de tasas de interés en todo el mundo. No obstante, más difícil resulta reconciliar esta hipótesis con las recientes tasas de crecimiento real récord. También podría argumentarse que la «globalización» es una perturbación positiva de la oferta agregada que contiene la inflación, pero cabría preguntarse entonces qué fuerzas han estado impulsando al mismo tiempo la demanda y el crecimiento mundial. Aseverar simplemente que la oferta genera su propia demanda es ciertamente discutible como premisa a corto plazo, pero además ignora un hecho importante, y es que las perturbaciones de la oferta agregada se originan en gran medida en las economías de mercado emergentes, mientras que han sido las economías industrializadas avanzadas —sobre todo Estados Unidos— las que registran el grueso del incremento de la demanda. Cabe preguntarse entonces qué fuerzas pueden haber influido en esta asimetría entre las economías y en los consiguientes desajustes del comercio internacional. Por último, la «credibilidad» de la vigilancia de los bancos centrales podría haber contribuido a explicar tanto la baja inflación como el fuerte crecimiento económico observados durante un dilatado periodo de tiempo. Con todo, no puede ser la única explicación, dado que las tasas de interés reales han permanecido muy bajas y la tasa de expansión del crédito muy alta durante casi toda esta década.

No obstante, por más que cada una de estas hipótesis tenga sus propias limitaciones, consideradas en conjunto bien podrían ofrecer una explicación coherente de la favorable evolución de la economía mundial observada en estos últimos años. Consideremos primero la hipótesis de la escasez de inversiones, una insuficiencia de inversión fija *ex ante* respecto a un alto nivel de ahorro también *ex ante*. Podría argumentarse que el principal factor de este déficit ha sido la moderada tasa de inversión en muchos países tras el auge y la recesión de ciclo previo. La inversión empresarial apenas ha empezado a reanudarse en Japón y Alemania en el último año y aún da escasas muestras de estar haciéndolo en el sudeste asiático. Además, expresada como porcentaje del PIB, la inversión empresarial en Estados Unidos ha sido débil en el periodo posterior a la burbuja de la «nueva era» tecnológica de finales de los años 90. En este contexto de debilidad generalizada de la demanda de inversión, la economía mundial se vio afectada al mismo tiempo por un significativo incremento de la oferta. En este sentido, la globalización y la vuelta al sistema de libre comercio de las economías hasta entonces de planificación centralizada han sido factores clave, como también lo han sido los incrementos de productividad asociados a los avances tecnológicos, en particular en los sectores de tecnología informática (TI) y de logística. La interacción de esos fenómenos con la credibilidad adquirida por los bancos centrales en su lucha contra la inflación en los años 80 ha sumado intensidad a las fuerzas desinflacionarias que operan sobre la economía mundial.

Vista la baja inflación resultante de esta coyuntura, e incluso la preocupación que en ciertos países suscita la deflación, la política monetaria de los países industriales avanzados ha sido inusitadamente expansiva durante varios años. Esta tendencia se vio reforzada por la percepción de la necesidad de reaccionar ante los trastornos financieros de 1997 (la crisis de Asia oriental) y 1998 (crisis del LTCM) y ante el descalabro de las bolsas mundiales en 2001. Cabría haber esperado que esa relajación de la política monetaria en los países industrializados hubiera resultado en tipos de cambio más bajos para sus monedas, con la consiguiente apreciación de las monedas de las economías de mercado emergentes. Sin embargo, el entorno de baja inflación en estas economías, unido al deseo de muchos países de acrecentar sus reservas de divisas como una forma de «auto-asegurarse» en previsión de futuras crisis, condujo a una reticencia generalizada a permitir dicho ajuste. Así, se llevaron a cabo intervenciones esterilizadas masivas, particularmente en Asia, manteniéndose también muy relajadas las condiciones monetarias a nivel nacional. A medida que las reservas de divisas acumuladas se invertían, impulsaban el dólar estadounidense y contribuían a la ya de por sí abundante liquidez de los mercados financieros de los países industrializados.

Ahora bien, éstas no han sido las únicas fuerzas que han estimulado la expansión monetaria y crediticia mundial en los últimos años. Así como la economía real se ha visto afectada por cambios estructurales de gran calado, el sector financiero también ha experimentado una profunda transformación. Han ido apareciendo nuevas tecnologías para la gestión del riesgo, nuevos instrumentos y nuevos participantes, al tiempo que la

competencia obliga a aprovechar al máximo cualquier oportunidad financiera para mejorar la rentabilidad.

Estos acontecimientos de orden monetario y financiero han propiciado que la demanda agregada se equipare al incremento mundial de la oferta. La presente Introducción describe cómo han contribuido estas presiones individuales —las piezas del rompecabezas— a la favorable coyuntura del último año aproximadamente. Sin embargo, este logro deberá matizarse al menos con dos observaciones, que se reiterarán en la Conclusión de este Informe Anual.

Primero, es posible que el fenomenal estímulo financiero prestado al gasto haya conducido inadvertidamente a la economía mundial (o a sectores significativos de ella) a una situación en la que podrían resurgir presiones inflacionistas. Segundo, y en parte como resultado de todos estos estímulos monetarios y financieros, se han observado desviaciones significativas de un creciente número de variables económicas y financieras respecto a lo que tradicionalmente se considera la «norma». En concreto, las expansivas condiciones financieras han llevado a un inusitado descenso de la tasa de ahorro de los hogares en Estados Unidos y a un aumento, también sin precedentes, de la tasa de inversión en China. Aún está por ver si esta situación se sostendrá y emergerán nuevos valores dentro de la «norma» acordes con los cambios estructurales subyacentes, o si por el contrario acabará produciéndose una reversión más tradicional a la media.

## Consideraciones sobre la oferta y la demanda de la economía

En los últimos 12 meses la economía mundial ha continuado su rápida expansión, de la que se han beneficiado prácticamente todas las regiones. China y la India siguieron creciendo a un ritmo vertiginoso, arrastrando con ellas a la mayor parte de Asia, mientras los países productores de petróleo registraron en general incrementos sin precedentes de la renta nacional. Salvo contadas excepciones, los países de América Latina y de Europa central y oriental también prosperaron. Gran parte de África mantuvo igualmente tasas de crecimiento inusitadamente altas, gracias en parte a una mejor gestión macroeconómica, aunque también al alza de los precios de las materias primas.

Las principales economías industrializadas cosecharon asimismo buenos resultados, dando nuevas muestras de un mejor equilibrio del crecimiento económico, al intensificarse éste en Japón y la zona del euro y comenzar a moderarse la demanda interna en Estados Unidos. Alemania en concreto resurgió con inesperado vigor tras un largo letargo. Con todo, a medida que discurría el período examinado empezó a temerse que la economía estadounidense pudiera desacelerarse en exceso, lo que podría afectar al crecimiento en otros países. El gasto de consumo en Estados Unidos comenzó a flaquear, si bien tras haber registrado un crecimiento muy rápido. Aunque era de esperar cierta deceleración, es probable que también influyera el hecho de que la renta y el empleo no crecieran a ese ritmo y que gran parte del consumo se financiara con deuda y menor ahorro interno. En este sentido,

resultaba especialmente preocupante la posible relación de lo anterior con el ciclo del sector inmobiliario residencial en Estados Unidos, que comenzó a desacelerarse con fuerza a principios de 2006.

A lo largo del último año, la construcción de nuevas viviendas en Estados Unidos cayó en picada, al tiempo que el número de viviendas sin vender crecía más rápido que las ventas, hasta niveles no registrados desde comienzos de los años 70. Por más que aún no se haya dejado sentir de lleno en el empleo del sector de la construcción, la marcada desaceleración simultánea de los precios de la vivienda ya ha comenzado a tener efectos. La capacidad de los consumidores para utilizar la revalorización de su vivienda como garantía para mantener mayor endeudamiento y gasto ha disminuido claramente. Con ello, algunos prestatarios con calificaciones de crédito con riesgo de insolvencia tuvieron que recurrir a fórmulas similares de refinanciación para poder afrontar el servicio de su deuda hipotecaria. Al no poder optar por esta vía muchos de ellos podrían perder sus hogares, con lo que el número de viviendas en venta podría incrementarse aún más. Afortunadamente, hasta la fecha no hay pruebas concluyentes de que estas circunstancias hayan mermado la confianza del consumidor estadounidense en general, si bien empiezan ya a aplicarse condiciones más restrictivas en la concesión de crédito al consumo.

Aunque se confiaba en que la inversión empresarial en Estados Unidos compensaría el lastre asociado al mercado inmobiliario, lo cierto es que la inversión se contrajo a finales de 2006, y para sorpresa de muchos, pues la utilización de la capacidad productiva iba en aumento, los beneficios del sector empresarial estadounidense eran muy elevados y las condiciones de financiación seguían siendo favorables. Más aún, en otros países industrializados avanzados como Alemania y Japón se apreciaron señales de recuperación de la inversión y de la confianza en el ámbito empresarial, pero aún no de la confianza de los consumidores y su nivel de gasto. Ahora bien, la inversión debe fundarse en expectativas sobre la tasa de rendimiento y en este sentido las perspectivas quizás fueran menos alentadoras. Los incrementos de productividad en Estados Unidos menguaron en 2006, los incrementos salariales fueron a más y el crecimiento de los beneficios en sectores distintos del financiero se desaceleró con rapidez. De cara al futuro, el temor a que se debilite la demanda de consumo en Estados Unidos, justo cuando se completan muchos de los recientes grandes proyectos de inversión en China, también podría haber reducido las expectativas de beneficio. Y tal vez no sólo en Estados Unidos.

Sin lugar a dudas, la creciente influencia de China y la India a nivel mundial es cada vez más notoria. En China, el gasto de inversión, en gran parte orientado hacia las exportaciones, representó el año pasado casi el 45% de su PIB. Además, las empresas chinas siguieron su rápido ascenso por la cadena de valor y ya están expandiéndose hacia áreas del sector servicios que antes se consideraban no comerciables. La India también extendió su sector exportador el año pasado, dando muestras de intensificar su participación en el sector de manufacturas como complemento al de servicios de TI por el que ya es de sobra conocida. Tanto las empresas chinas como indias han

comenzado a realizar sustanciales inversiones directas en sociedades en el extranjero, al parecer en el caso de China con la intención de asegurarse el suministro sostenible de materias primas en el futuro.

El rápido incremento de la productividad en China permitió un fuerte crecimiento tanto de los salarios como de los beneficios en términos agregados, sin mermar con ello la competitividad, si bien persistía la preocupación porque los mayores ingresos salariales no se reflejaban en mayor consumo. El hecho de que los beneficios parecieran estar cada vez más concentrados mientras el crecimiento de la inversión era muy disperso también hizo temer un exceso de capacidad instalada y una mayor dependencia de las exportaciones en caso de que flaqueara la inversión interna. A lo largo del año, el Gobierno chino adoptó medidas administrativas y monetarias para enfriar la economía, pero las expectativas de crecimiento han seguido revisándose al alza. En la India, aunque también se endureció la política monetaria, la economía no ha dejado de crecer a un ritmo muy intenso.

En este contexto, la inflación general siguió moderándose en todo el mundo a lo largo del ejercicio, aunque para ello fue determinante la remisión de las subidas previas en los precios de la energía. La inflación subyacente en China, Japón y algunos países de Europa continental fue relativamente baja y estable, mientras que en varias economías de mercado emergentes de Asia y América Latina los niveles fueron altos o crecientes. Hubo quien apreció también una indeseada deriva al alza, bien que leve, en Estados Unidos. Sin embargo, en aquellos países donde las encuestas o los mercados financieros proporcionan información sobre las expectativas de inflación a largo plazo, inclusive Estados Unidos, éstas permanecieron estables. Tampoco hubo evidencia de que comenzara a revertirse la tendencia observada en los últimos años a un descenso de la volatilidad de la inflación y del efecto que en ella tienen las perturbaciones inflacionistas originadas en aumentos de costes.

Aun así, fue bastante sorprendente que la inflación se mantuviera estable en los países industrializados pese a las pruebas de menor holgura de la capacidad productiva a nivel mundial. A finales de 2006, numerosas autoridades japonesas consideraban que la economía estaba operando por encima de su potencial, las autoridades estadounidenses estimaban que su país ya había alcanzado ese nivel, y se esperaba que el conjunto de la zona del euro pronto lo alcanzaría, tras una pronunciada caída de la tasa de desempleo. Si bien los costos laborales unitarios crecientes en Estados Unidos y estables en muchos países europeos podrían considerarse acordes con esas circunstancias, la persistente flaqueza de los salarios en Alemania y Japón ha sido notable. Por último, conforme avanzaba el año aumentaban las dudas sobre si se estaba manteniendo el anterior impulso desinflacionario mundial procedente de las economías de mercado emergentes. Las autoridades chinas e indias aludieron a un recalentamiento de sus respectivas economías y —como se ha mencionado antes— adoptaron medidas concretas para remediarlo.

Los precios de las materias primas ayudaron a la continua moderación de las presiones inflacionarias, pero también la entorpecieron. El recorte de los

precios de la energía, tras las pronunciadas subidas de la primera mitad de 2006, sin duda contribuyó a moderar estas presiones; menos lo hicieron otras materias primas, cuyos precios continuaron muy altos en parte por el rápido aumento de los costos de exploración, extracción y procesamiento. Quizás ayudó aún menos el encarecimiento de toda una serie de productos agrícolas, debido hasta cierto punto a la sequía, pero también a iniciativas para diversificar las cosechas sustituyendo su uso alimentario por su uso para producir combustible.

## Condiciones monetarias y financieras

En este contexto de fuerte crecimiento económico pero inflación aún baja y con expectativas estables, la política monetaria de los países industriales se endureció moderadamente. Las tasas de interés oficiales en Estados Unidos, que han ido subiendo a un ritmo mesurado desde principios de 2004, permanecieron sin cambios desde junio de 2006. En el periodo analizado, también se produjo una subida más sustancial de las tasas de interés oficiales por parte del Banco Central Europeo, aunque partiendo de un nivel bajo. Japón puso fin a su política de tasa de interés cero, pese a lo cual la tasa oficial aumentó sólo hasta el 0,5% en febrero. Las tasas de interés oficiales en términos reales (*ex post*) han aumentado en Estados Unidos y la zona del euro hasta rondar niveles compatibles con sus tasas estimadas de crecimiento potencial, mientras en Japón aún se hallan muy por debajo de este nivel.

No obstante, en base a otras variables, las condiciones monetarias y financieras generales continuaron siendo muy acomodaticias en los países industriales. El crecimiento del crédito en los países del G-3 alcanzó su máximo en torno al 10% a mediados de 2006, para sufrir después una ligera desaceleración. Las tasas de interés reales de largo plazo también subieron, pero mucho menos que las oficiales. De hecho, al final del periodo analizado, no superaban los niveles de mediados de 2004, cuando comenzó la fase restrictiva. Algunos analistas señalaron que la inversión de la curva de rendimientos había sido en el pasado un indicador fiable de recesión inminente. Sin embargo, otros avanzaron otra interpretación; en concreto, que el reciente descenso de las tasas de interés de largo plazo podría indicar en un grado inusual una disminución de las primas (de riesgo) por plazo, y no tanto una expectativa de tasas de interés de corto plazo más bajas en el futuro.

Este «enigma» en torno a la prima por plazo implícita en la tasa de rendimiento de los bonos a largo plazo podría en parte reflejar la influencia estimulante de las autoridades monetarias de todo el mundo y una clara predisposición tanto en el sector público como en el privado a asumir riesgo cambiario. Las tasas de interés oficiales relativamente bajas en muchos países industriales, en especial Suiza y Japón, contribuyeron a sostener en niveles altos los flujos de capital dirigidos hacia una serie de economías de mercado emergentes, así como hacia países industriales con tasas de rendimiento más altas. En operaciones directas de arbitraje de tasas de interés entre monedas («*carry trade*»), se tomaron en préstamo monedas poco rentables para invertir en otras de mayor rendimiento, aunque también en países cuyos activos o

cuya moneda tuvieran visos de revalorizarse o apreciarse. Otros tipos de flujos también sirvieron a dicho fin, sobre todo los flujos de salida a gran escala del sector ahorrista en Japón y el endeudamiento en divisas de los hogares para financiar hipotecas en Europa central y oriental. Aunque también se señaló como factor explicativo la mejora de los indicadores macroeconómicos —en concreto los superávits comerciales— en muchos de los países receptores, otros registraban un acusado deterioro de la cuenta corriente de la balanza de pagos y en ocasiones también otros indicadores negativos.

Esta afluencia de capitales adoptó varias formas y contribuyó a la presión al alza sobre los precios de las acciones y de los activos inmobiliarios que ya ejercían unas condiciones monetarias nacionales relativamente expansivas. Para los países que ya habían experimentado crisis relacionadas con los flujos de capitales, especialmente en Asia, estos acontecimientos empezaron a despertar preocupación, pese al elevado nivel de las reservas y a los superávits registrados en general en las cuentas corrientes de las balanzas de pagos. Tal vez como consecuencia de las lecciones extraídas del pasado, hubo una predisposición mucho mayor a permitir que se apreciaran monedas que sufrían presiones al alza. En este sentido, Corea, Tailandia y Brasil son casos particularmente reseñables. En cualquier caso algunos países siguieron recurriendo masivamente a la intervención esterilizada, llegando a ser la variación de las reservas de divisas mundiales en 2006 el doble de la de 2005. Además, muchos países relajaron su política monetaria o bien se resistieron a endurecerla, por temor a atraer aún más capitales. En casos extremos, algunas economías de mercado emergentes optaron por medidas administrativas para reducir las entradas de capitales y aliviar con ello el problema de la esterilización, o bien para alentar la salida de capitales.

Esta conjunción de política monetaria relativamente acomodaticia y elevado apetito por la inversión de cartera (compra de deuda de economías de mercado emergentes por el sector privado y compras aún mayores por gestores de reservas de bonos emitidos por las principales economías industriales) parece haber deprimido las primas por plazo en todas partes. A esto hay que añadir la influencia en los países industriales de otro factor: los fondos de pensiones y las aseguradoras con compromisos a largo plazo, que han estado comprando mayores volúmenes de deuda a largo plazo con el fin de «inmunizarse» frente a posibles variaciones de las tasas de interés y de las valoraciones. Aunque es imposible estimar la importancia relativa de cada uno de estos factores sobre las primas por riesgo de largo plazo, ambas fuerzas presionan a la baja.

Las tasas de interés libres de riesgo relativamente bajas del último año reforzaron indudablemente la opinión generalizada de que existía una amplia disponibilidad de liquidez a nivel mundial, es decir, que el crédito no sólo era barato, sino que los requisitos de acceso a él también se habían relajado. Ahora bien, ciertos cambios institucionales en el sector financiero también contribuyeron a esta mayor disponibilidad de crédito, tanto real como percibida. En efecto, los cambios de regulación y tecnológicos han ampliado las posibilidades, al tiempo que los cambios de actitud han modificado los deseos de los inversionistas.

Los ejemplos de nuevas prácticas son abundantes, en especial en el área del crédito a los hogares. Los créditos hipotecarios se han concedido en condiciones más favorables para el prestatario en prácticamente todo el mundo, y ello gracias a la desregulación en muchos países y a la universalización de las técnicas de puntuación para calificar a los prestatarios hipotecarios («*scoring*») en las que Estados Unidos fue pionero. De hecho, en ese y otros países, tanto el crédito hipotecario como al consumo están ahora al alcance de muchos que antes no tenían acceso a ellos. Hasta bien avanzado el periodo revisado, esta circunstancia se consideró ventajosa por favorecer el régimen de vivienda en propiedad, pero, como ya se apuntó, en estos últimos meses ha comenzado a asomar la otra cara de la moneda.

En vista de la evolución del sector financiero a lo largo del año, las entidades supervisoras instaron reiteradamente a los bancos de inversión a imponer condiciones más restrictivas en la concesión de crédito a sus clientes, sobre todo en el caso de los *hedge funds* y las sociedades no cotizadas de capital inversión (*private equity firms*), y a realizar un seguimiento más activo del riesgo de contraparte. Según avanzaba el año, los propios *hedge funds* fueron involucrándose más en la financiación de empresas de alto riesgo a través de la compra de bonos de titulización de deuda (CDO), préstamos apalancados y derivados financieros de alto riesgo. También se batieron récords en el número de fusiones y adquisiciones, impulsadas como nunca antes por empresas de capital inversión, lo que garantizó una creciente oferta de los activos más demandados. Un posible factor motivador de toda esta actividad fue la impresión de que los riesgos implícitos habían disminuido realmente, habida cuenta del entorno macroeconómico más benigno. Pero un segundo factor parece haber sido la creciente propensión de prácticamente todos los inversionistas, incluidos los fondos de pensiones y de inversión colectiva, a asumir mayores riesgos con el fin de incrementar la rentabilidad.

¿Por qué este apetito por el riesgo? La primera razón es obvia: las tasas de interés libres de riesgo relativamente bajas alentaron ese comportamiento, sobre todo entre los inversionistas obligados por razones institucionales a obtener altas rentabilidades. Una segunda razón fue el incremento de la competencia entre los proveedores de financiación. Por ejemplo, las tasas de rentabilidad de los *hedge funds* disminuyeron el pasado año y algunos tuvieron que liquidarse, lo que forzó a los supervivientes a adoptar un comportamiento más agresivo. De hecho, ese mismo factor se adujo en el caso de bancos muy rentables, cuyo comportamiento competitivo obedeció al temor a que otros bancos pudieran dar la impresión de estar obteniendo mejores resultados. En tercer lugar, y tal vez el factor más importante, cada vez son más los proveedores de financiación que siguen un modelo de negocio consistente en promover operaciones crediticias y a continuación transferir el riesgo a través de la titulización o de los mercados de derivados financieros. Es evidente que esto plantea un serio problema principal-agente, pues ¿qué ocurre si los promotores de estas operaciones ya no se sienten obligados a actuar con la debida diligencia y los compradores finales no cuentan con la aptitud o la información necesarias para gestionar los riesgos que conllevan los complejos instrumentos que adquieren?



Las implicaciones para los precios de los activos fueron similares a las de años anteriores, es decir, siguieron revalorizándose en general, continuando así la tendencia alcista que se iniciara a mediados de 2003 cuando las tasas de interés oficiales en los principales países industriales se encontraban en niveles mínimos. La vivienda se encareció significativamente en la mayoría de los países, las bolsas mundiales batieron récords, los diferenciales sobre instrumentos financieros con un riesgo asociado relativamente alto —incluida cierta deuda soberana— se mantuvieron en mínimos históricos, y los mercados de colección de vinos, sellos y obras de arte alcanzaron niveles inusitados. En claro contraste con lo anterior, el acceso a la liquidez a través de opciones de compra o venta de instrumentos de varios tipos siguió siendo muy asequible.

Pese a estos resultados en general positivos, durante el transcurso del período se apreciaron señales de que podría acercarse un cambio en el ciclo crediticio. Los precios de la mayoría de los activos financieros sufrieron una intensa corrección en abril y mayo de 2006, para recuperarse rápidamente después. A finales de febrero de 2007 se produjo otro episodio de turbulencias, de menor intensidad, que fue igualmente seguido de una recuperación. Aun así, la creciente preocupación en torno a las perspectivas del mercado estadounidense de la vivienda y a la economía en general llevó a considerar eventuales consecuencias de orden financiero. En la Conclusión de este Informe se exponen algunas reflexiones sobre las implicaciones que éstos y otros indicadores podrían augurar para la economía mundial.

## Tipos de cambio, desequilibrios mundiales y gestión de reservas

El temor a que los mercados reaccionasen de forma desordenada ante los desajustes mundiales por cuenta corriente se alivió hasta cierto punto el año pasado gracias a la estabilización del déficit comercial de Estados Unidos en porcentaje del PIB, a un cierto reajuste del crecimiento de la demanda mundial, a la reanudación de la tendencia bajista en el cambio efectivo del dólar estadounidense y a la continua baja volatilidad de los principales tipos de cambio cruzados. Entre las principales divisas, el nuevo avance del euro también pareció contribuir al reajuste externo, por más que no complaciera plenamente a los directamente afectados.

Sin embargo, menos alentadores resultaron la persistencia del elevado déficit por cuenta corriente de Estados Unidos, el aumento de su deuda externa y el hecho de que el tipo de cambio efectivo del dólar en términos reales cerrase el año tan sólo cinco puntos porcentuales por debajo de la media de los últimos 30 años. Otro impedimento fue la continua depreciación del yen en términos efectivos, pese al abultado superávit en cuenta corriente de Japón y su volumen de reservas de divisas, estabilizadas en torno al billón de dólares. Entre las monedas que apenas se apreciaron o que incluso se depreciaron en términos efectivos se cuentan las de algunos de los principales países productores de petróleo y China, aunque el renmimbi de hecho aumentó su ritmo de apreciación frente al dólar estadounidense. Dado que estos países también registraban superávits comerciales importantes y a

veces incluso crecientes, esta circunstancia tampoco favoreció una reducción de los desajustes en los balances comerciales a nivel mundial.

Otra fuente de preocupación incipiente relacionada con los principales tipos de cambio cruzados fue la posibilidad de que los mayores tenedores de reservas de divisas pudieran modificar sus políticas de gestión de activos. Al seguir aumentando las reservas por encima de los niveles que serían necesarios con fines de liquidez, las autoridades de distintos países anunciaron cambios institucionales para procurar mayor rentabilidad, aun a costa de asumir más riesgo. Aunque estas medidas podrían afectar al precio de varias categorías de activos de cara al futuro, prolongando de hecho la actual fase de pujanza del ciclo crediticio, sus efectos sobre el valor de las monedas están menos claros. El razonamiento subyacente a esta cuestión se discute en el capítulo de Conclusión.

En cualquier caso, la constitución de los llamados «fondos patrimoniales» por parte de varios países estuvo acompañada de declaraciones tranquilizadoras, en el sentido de que los riesgos seguirían gestionándose con sumo cuidado. Tal vez incluso más importante fuera la insinuación de que los responsables de gestionar los crecientes volúmenes de reservas internacionales seguirían teniendo muy presentes sus implicaciones más amplias para el adecuado funcionamiento del sistema financiero internacional. A juzgar por el pasado, no sólo es importante sino también deseable que acreedores y deudores tomen mayor conciencia de hasta qué punto sus fortunas están ahora ligadas.