

I. Introducción: de momento, todo va bien

Con ocasión del septuagésimo quinto aniversario del BPI, parece oportuno analizar en este Informe Anual un periodo histórico más dilatado de lo habitual. Por supuesto, centrar la atención de manera prioritaria en el último ejercicio financiero del Banco tiene sus ventajas, ya que incluso los lectores de prensa ocasionales estarán familiarizados con las cuestiones tratadas. Sin embargo, este énfasis en el pasado reciente también presenta inconvenientes, siendo el primero de ellos una posible desatención a las repercusiones de los cambios estructurales subyacentes en la economía. Así, el análisis de horizontes temporales breves puede pasar por alto con facilidad acontecimientos trascendentes pero de gestación dilatada. Un segundo problema, relacionado con el anterior, consiste en que los sucesos tienden a verse de forma aislada, en lugar de observarse como consecuencias dinámicas de acontecimientos ocurridos mucho antes. Una tercera desventaja radica en la miopía de las recomendaciones de política económica, que podría convertir las soluciones de hoy en los problemas de mañana. Todas estas consideraciones hacen aconsejable analizar no sólo el estado actual de la economía mundial, sino también las fuerzas que lo han conformado y que continuarán dándole forma.

Durante las últimas dos décadas han ido afianzándose en la economía mundial distintas tendencias, unas más positivas que otras. Los acontecimientos más recientes, por su parte, también han estado en general en consonancia con dichas tendencias, lo que ha llevado con frecuencia tanto a optimistas como a pesimistas a afirmar que “de momento, todo va bien”. Los primeros no advierten razones de peso por las que no debieran continuar los aspectos favorables de esta prolongada evolución. Los pesimistas, en cambio, se centran en aspectos subyacentes tales como los desequilibrios internos y externos, anticipando posibles problemas en el futuro.

La presente Introducción arranca con una descripción de estas tendencias destacadas, para a continuación ofrecer hipótesis alternativas que las expliquen. Los restantes capítulos del Informe Anual analizan y facilitan el discernimiento entre esas alternativas y aportan argumentos que avalan la Conclusión. Los aspectos de política económica abordados giran en torno a dos cuestiones; a saber, ¿qué políticas contribuirían mejor a preservar los muchos elementos satisfactorios que configuran la coyuntura económica y financiera actual? Y, en un horizonte de largo plazo, ¿se precisa un nuevo marco de estabilización macrofinanciera que evite la acentuación futura de desequilibrios de ámbito tanto nacional como internacional?

Debe señalarse desde un principio que ambas cuestiones plantean asuntos difíciles. Las opiniones pueden diferir razonablemente tanto sobre la

elección de los paradigmas como sobre las disyuntivas que entrañan los paradigmas elegidos, por lo que no será sencillo alcanzar un consenso internacional sobre las respuestas. Aun así, una mirada retrospectiva al dilatado historial del BPI en el fomento de la cooperación entre bancos centrales —y cada vez más entre otras partes interesadas— invita al optimismo, pues en el pasado se alcanzaron de hecho numerosos acuerdos en circunstancias tan controvertidas como las actuales.

Tendencias económicas y financieras de las últimas décadas

Al examinar el periodo comprendido aproximadamente por las dos últimas décadas sobresalen cuatro características. La primera ha sido una propicia reducción del nivel de inflación en todo el mundo y un descenso concomitante en su volatilidad. La segunda ha consistido en un crecimiento generalmente robusto de la economía mundial, acompañado también por una menor volatilidad a corto plazo, siendo una importante excepción a esta regla el lento crecimiento de Japón y Alemania más recientemente. La tercera característica ha sido el agravamiento de los desequilibrios externos. En cuarto y último lugar, debe reseñarse la importancia creciente de los auges del crédito, de los precios de los activos y de la inversión, a menudo seguidos de dificultades financieras de diversa naturaleza.

En líneas generales, estas firmes tendencias fueron también evidentes en el ejercicio financiero del BPI cerrado a 31 de marzo de 2005. Sin embargo, a medida que el año avanzaba comenzó a percibirse una mayor probabilidad de que se produjesen puntos de inflexión. Las presiones inflacionistas parecieron incrementarse, aun cuando en los países industrializados el crecimiento del producto dio muestras de desaceleración. Además, los precios de muchos activos financieros comenzaron a normalizarse, tras haber recorrido una senda que parecía obviar tanto las variables fundamentales como la creciente incertidumbre acerca de las perspectivas económicas.

Pasando a las tendencias que han venido caracterizando al largo plazo, la inflación ha experimentado en todos los países industrializados un acusado descenso desde sus máximos de la década de los 70. Una pauta similar se ha observado en la mayoría de las economías de mercado emergentes. Aun en países que ya han padecido episodios de hiperinflación, notablemente de América Latina, la inflación se sitúa por lo general en niveles de un solo dígito en la actualidad. Resulta significativo que en Argentina y Brasil la transmisión de las últimas grandes depreciaciones no reavivase las expectativas de inflación, como había sido norma en el pasado. De hecho, las presiones inflacionistas mundiales han remitido en tal grado que China, Hong Kong RAE y Japón registraron deflación durante algún tiempo, mientras que su aparición se contempló brevemente como una seria posibilidad en Estados Unidos, Alemania y Suecia.

Durante este último ejercicio financiero, el encarecimiento de los productos básicos, especialmente del petróleo, ha empezado a incorporarse finalmente a los procesos de producción en casi todo el mundo. Además, en Estados Unidos han aumentado los temores a que el índice de precios de

consumo subyacente pudiera estar acelerándose y a que una depreciación adicional del dólar pudiese exacerbar estas presiones. Con todo, aún es prematuro afirmar que la tendencia previa ha tocado a su fin. De hecho, una amplia evidencia empírica indica que los repuntes de la inflación han pasado a ser recientemente mucho menos persistentes, que los efectos de transmisión desde los tipos de cambio a los precios internos han disminuido considerablemente y que las expectativas de inflación se encuentran en la actualidad mucho mejor ancladas a niveles reducidos que en el pasado. A esto deben sumarse los recientes y enormes incrementos de capacidad productiva en China y la India, que comienzan a manifestarse en los mercados. En suma, aún no hay veredicto sobre la senda futura de la inflación.

La segunda tendencia básica observada ha sido un mayor crecimiento económico mundial, acompañado frecuentemente de una menor volatilidad de la producción a corto plazo. Con respecto a las tasas de crecimiento, ha aumentado la duración de las fases expansivas en los países industrializados, al tiempo que en muchas economías de mercado emergentes el ritmo de expansión se ha intensificado notablemente. China, por ejemplo, ha registrado una tasa media de crecimiento en torno al 10% anual durante los últimos 20 años, y parece que la India también se encuentra en una senda de crecimiento significativamente superior a la de hace dos décadas. La participación conjunta de estos dos países en el crecimiento mundial es en la actualidad mucho mayor que en el pasado reciente. En cuanto a la volatilidad de la producción, las desaceleraciones económicas son ahora por lo general menos habituales y severas. En Estados Unidos, el crecimiento sólo se ha visto interrumpido en los últimos 20 años en dos ocasiones: por la ligera recesión económica de 1990–91 y por la aún más suave de 2001–02. En cambio, conforme se describe más adelante, todos los países que atravesaron por crisis financieras en las últimas décadas registraron de hecho una contracción muy acusada durante la peor fase de las crisis. Además, en el caso de Japón, un ritmo de crecimiento muy enérgico durante la década de los 80 dio paso a otro mucho más cansino tras el estallido de la burbuja.

Las tasas de crecimiento registradas en el periodo analizado concuerdan en general con estas tendencias de largo plazo. Muchos países industrializados crecieron con vigor, manteniéndose el consumo y la construcción como importantes fuentes del crecimiento, al tiempo que la inversión en capital fijo dio finalmente muestras de responder a los fuertes aumentos de beneficios. Japón, Alemania e Italia permanecieron en general rezagados, aunque a principios de 2005 se percibieron algunas señales prometedoras. El crecimiento de las economías de mercado emergentes fue particularmente impresionante, a pesar de imponerse cierta moderación en el transcurso del periodo. China tan sólo se desaceleró levemente en términos agregados, pese a aplicar medidas administrativas y de mercado dirigidas a frenar el crecimiento. Además, aunque en un principio pareció que algunos sectores especialmente pujantes se desaceleraban de forma más intensa, posteriormente exhibieron una rápida recuperación.

Aun cuando las características de la economía mundial antes descritas han sido satisfactorias en líneas generales, existen otras dos tendencias

seculares menos favorables que merecen ser destacadas. La primera de ellas guarda relación con los desequilibrios de las balanzas por cuenta corriente en la esfera internacional. Durante al menos los últimos 15 años, el déficit exterior de Estados Unidos ha tendido a aumentar, acompañado de un creciente nivel de deuda externa, si bien aún es relativamente bajo. De manera recíproca, un grupo de países —del que formaban parte economías de crecimiento más modesto como Alemania y Japón— han registrado sustanciales superávits. En este sentido, el periodo analizado no ha sido una excepción. El déficit estadounidense alcanzó un nuevo récord expresado en porcentaje del PIB (casi el 6%), y ello pese a una reducción del valor efectivo real del dólar superior al 20% desde su máximo de comienzos de 2002. Un déficit por cuenta corriente de tal magnitud carece de precedentes en el caso de un país emisor de moneda de reserva.

La preocupación por las repercusiones futuras de estos desequilibrios externos se ha agudizado debido a otra tendencia de largo plazo; a saber, la aparente mayor propensión del sistema financiero internacional a padecer turbulencias financieras de diversa índole. Las crisis mexicana, asiática y rusa de la última década mostraron la fuerza con la que pueden transmitirse las perturbaciones entre mercados financieros liberalizados y entre países. En ocasiones, la volatilidad a corto plazo de los precios en los mercados financieros, frecuentemente asociada al repentino drenaje de una abundante liquidez previa (como en el episodio del fondo Long-Term Capital Management, LTCM), ha resultado ser otra fuente de turbulencias. También se ha producido una serie de quiebras menores, pero muy sonadas, de sociedades financieras (por ejemplo, Drexel Burnham Lambert y Barings), lo que ha acentuado la sensibilidad a las posibles repercusiones de un escenario de instituciones financieras de mayor tamaño y complejidad en dificultades. Por último, las pérdidas financieras por riesgos operativos parecen haber tendido a aumentar. Esta tendencia no sólo ha reflejado la complejidad creciente de los sistemas financieros modernos y su dependencia de la tecnología informática (TI), sino también aspectos relacionados con el buen gobierno de las empresas (Enron, Parmalat y AIG, por ejemplo) y la nueva realidad de los desórdenes generados por el terrorismo (el 11 de septiembre de 2001).

Con todo, la característica más destacada dentro del ámbito financiero ha sido la recurrencia de fases expansivas y contractivas en el crédito, los precios de los activos y la inversión. Un primer ciclo comenzó en los países industrializados en la década de los 70, afectando tanto a la renta variable como a los activos inmobiliarios. Un segundo ciclo se inició a mediados de la década de los 80, finalizando en un hundimiento de los precios de los inmuebles unos años más tarde. Aunque los países nórdicos, Alemania y Japón fueron los más afectados como consecuencia de su vulnerabilidad a otros problemas internos, muchos otros países también se vieron atrapados por la "exuberancia". Asimismo, parece cada vez más evidente que en la actualidad nos hallamos en plena fase expansiva de un tercer ciclo similar a los anteriores, que se remonta al auge económico de mediados de la década de los 90. Los primeros en verse afectados fueron los precios de las acciones,

pero tras su pronunciada caída a comienzos de 2001, el impulso alcista de la demanda se transfirió al mercado de la vivienda. En realidad, no es exagerado afirmar que, en el lapso aproximado del último año, el alza del precio de la vivienda se ha convertido en un fenómeno universal. Así, el mercado de la vivienda presenta síntomas de recalentamiento en la mayoría de los países industrializados, al igual que en muchas economías de mercado emergentes, China y Corea incluidas.

En prácticamente todos estos casos, la fase contractiva de los ciclos del crédito, del precio de los activos y de la inversión ha estado acompañada de algún tipo de obstáculo que ha retrasado la posterior recuperación económica. En general, los efectos más perniciosos han obedecido a crisis generalizadas del sistema bancario, como ocurrió en los países nórdicos a finales de los años 80, en México en 1994 y en varios países asiáticos en 1997–98. En el marco de este tipo de problemas, los costes económicos tendieron a ser mayores cuando un abultado endeudamiento externo en moneda extranjera contribuyó al posterior concurso de crisis bancarias y de tipos de cambio. Por fortuna, la robustez general de los sistemas financieros de la mayoría de los países industrializados parece haber mejorado significativamente en los últimos años. Una conclusión similar parece desprenderse de los casos de Europa oriental y América Latina, donde la presencia de bancos extranjeros se ha incrementado notablemente en los últimos 10 años. Sin embargo, en ciertas áreas de Asia la solidez del sistema financiero permanece en tela de juicio. En concreto, el rápido y continuo crecimiento del crédito en China bien podría dar lugar a un repunte de los préstamos fallidos en el futuro.

En cualquier caso, incluso en ausencia de crisis financieras, en las últimas décadas han abundado ejemplos de instituciones financieras que han sufrido pérdidas y han tenido que restringir sus préstamos, con efectos negativos para la actividad económica real. Además, parece que en ocasiones los contratiempos también han surgido del deterioro de la situación patrimonial de empresas y familias, así como de la rémora de una inversión en capital no rentable. El descenso de la inversión empresarial en Alemania y Japón durante todo un decenio, la continua debilidad de la inversión después de las crisis en la mayoría de los países de Asia (excepto China) y el reciente estancamiento del consumo en Corea y los Países Bajos podrían ilustrar todos ellos este fenómeno. Desde esta perspectiva histórica, conviene no perder de vista la continuidad durante el pasado año de la tendencia secular a un mayor endeudamiento de las familias en muchos países industrializados. Lo mismo cabría afirmar de los balances de situación del sector productivo en China, suponiendo que los datos básicos gocen de fiabilidad suficiente para permitir dicho examen.

¿Cómo hemos llegado hasta aquí y hacia dónde vamos?

Explicar de forma sintética estas tendencias macroeconómicas básicas supone un gran desafío analítico. Lo que resulta evidente es que esas tendencias se han desarrollado dentro de un marco caracterizado por al menos tres cambios estructurales que han beneficiado a la economía

mundial. En primer lugar, la liberalización de las economías de muchos mercados emergentes ha desencadenado unas fuerzas competitivas que han conducido a importantes cambios también en el mundo industrializado. De hecho, la integración de China y de otros países anteriormente socialistas en la economía de mercado mundial es un acontecimiento sin precedentes. En segundo lugar, se ha observado un patrón de liberalización similar en los mercados financieros, lo que ha incrementado su eficiencia y les ha conferido dimensión mundial. En tercer lugar, las autoridades monetarias de casi todo el mundo se han centrado cada vez más en reducir la inflación a niveles bajos, para posteriormente mantener los precios estables. Lo que no resulta tan evidente es si la interacción de estas fuerzas estructurales también ha causado, o podría aún causar, algunos efectos colaterales indeseables. Estos grandes cambios deberían suscitar cuanto menos interrogantes acerca de la dinámica de las economías modernas, así como incertidumbres sobre la adecuada gestión de las políticas económicas en el futuro. Estos aspectos de política se retomarán en la Conclusión del presente Informe Anual.

Posiblemente la tarea más sencilla sea la de encontrar explicación a esta inflación reducida y estable. Una vez reconocido el perjuicio causado por la elevada y volátil inflación de la década de los 70, surgió entre el público un consenso para que los bancos centrales redujesen ambas dimensiones del problema. En la práctica, resulta admirable el éxito que han cosechado. Además, su posterior compromiso con la estabilidad de precios también ha contribuido sustancialmente a mantener reducida la inflación durante casi la totalidad de las últimas dos décadas. En concreto, las expectativas sobre la senda de inflación futura parecen encontrarse ancladas con mucha mayor firmeza que en el pasado y, en consecuencia, el proceso de fijación de salarios resulta más estable. El recurso creciente a regímenes de objetivos de inflación en las economías de mercado emergentes atestigua la eficacia de las políticas antiinflacionistas.

Con todo, es innegable la ayuda que los bancos centrales también encontraron en potentes factores no monetarios que han favorecido el proceso de desinflación, en especial durante los últimos 15 años aproximadamente. Así, en los países industrializados ha tenido lugar una liberalización continua (si bien desigual) de los mercados de bienes y servicios, así como de factores de producción. Los avances tecnológicos han impulsado el crecimiento de la productividad en algunos países, concretamente en Estados Unidos, y las transferencias de tecnología han beneficiado a muchos otros. La globalización y los efectos de la gran expansión de la oferta de bienes manufacturados, procedentes sobre todo de China y de otras economías en transición, han provocado una caída de los precios de los bienes comerciables durante casi una década. La creciente movilidad transfronteriza del trabajo, las menores restricciones a la competencia entre mercados de trabajo y la amenaza de deslocalización de fábricas hacia jurisdicciones con menores costes han generado efectos desinflacionarios adicionales sobre los salarios y las prácticas laborales. En todas partes se ha puesto el énfasis en la reducción de costes. Los supermercados, los fabricantes de automóviles y otros agentes

que sirven de forma directa a los consumidores han venido introduciendo una implacable presión sobre los proveedores internacionales para que suministren más por menos.

En este entorno, también resulta más sencillo explicar los motivos de un crecimiento más rápido y menos volátil. La tendencia de crecimiento es ahora más elevada, sin las ineficiencias asociadas a la inflación, al tiempo que las fluctuaciones cíclicas también se han amortiguado. Esta situación refleja, en parte, el hecho de que la política monetaria ya no tiene que hacer frente con energía al estallido periódico de expectativas de inflación creciente. Dado que dichas expectativas se hallan actualmente ancladas con mayor firmeza en el marco de la política monetaria, los riesgos de generar una recesión de forma inadvertida son mucho menores. Esta disminución de la incertidumbre también contribuye a explicar la muy modesta respuesta de los tipos de interés de la deuda a largo plazo, incluso frente a las subidas de los tipos de interés oficiales el pasado año en Estados Unidos.

Otro efecto favorable del entorno de inflación reducida radica en que la política monetaria ha sido capaz de reaccionar con vigor cuando los riesgos bajistas se han cernido sobre el crecimiento y el empleo. Considérese, por ejemplo, la agresividad con que se redujeron los tipos de interés en todo el mundo tras la crisis bursátil internacional de 1987. Considérese igualmente la reacción de la política monetaria ante el colapso del mercado inmobiliario a finales de la década de los 80 y ante los problemas asociados en muchos sistemas bancarios. Tras la acusada contracción monetaria de 1994 y la más moderada de periodos posteriores, fue posible dejar en suspenso una restricción monetaria adicional tras la crisis asiática. En 1998, con la economía aún más adentrada en la fase de recuperación económica, los tipos de interés objetivo se redujeron en respuesta a la moratoria de la deuda rusa y a la crisis del LTCM. Y de nuevo, tras la caída en picado de los mercados bursátiles en 2001 y la considerable desaceleración de la economía mundial, los tipos de interés oficiales sufrieron drásticos recortes, y sólo recientemente han comenzado a revertirse al alza.

Sin embargo, también conviene examinar cuál ha sido el efecto acumulado de estas respuestas de la política monetaria. En los países que forman el G-3, la brecha del tipo de interés objetivo real (definida como la diferencia entre el tipo de interés real y el crecimiento potencial estimado) ha mantenido una tendencia descendente desde comienzos de los años 90, acentuada desde 1999 aproximadamente. La tasa agregada de crecimiento del crédito, así como las de los agregados monetarios más amplios, también han tendido a situarse bastante por encima de la tasa de crecimiento de la renta nominal desde principios de los 90 en los países industrializados. Hoy en día, los tipos de interés objetivo reales permanecen en torno a cero, pese a la tasa récord de crecimiento mundial registrada el pasado año y a la aparición de señales de estar alcanzándose los límites de la capacidad productiva instalada. En Japón, donde el tipo de interés oficial nominal se ha situado en cero durante algún tiempo, la política de "relajación cuantitativa" ha provocado que el tamaño del balance del Banco de Japón ascendiese hasta una cifra sin precedentes del 28% del PIB. Esta política monetaria expansiva también se

ha puesto de manifiesto en muchas economías de mercado emergentes, por motivos asimismo relacionados con los crecientes desequilibrios externos en todo el mundo.

Más complicado resulta explicar la prolongada tendencia alcista del déficit de la balanza por cuenta corriente de Estados Unidos. Algunos observadores consideran que este déficit es en buena medida el subproducto de un dólar más fuerte, impulsado por entradas de capital privado ante las previsiones de continuidad del reciente y relativamente rápido crecimiento en Estados Unidos. Además, a medida que los distintos países han ido relajando progresivamente sus restricciones al mantenimiento de moneda extranjera, se ha generado un aumento paulatino de la demanda de valores denominados en dólares, especialmente en países con altas tasas de ahorro interno. Sin embargo, otros resaltan el descenso de la tasa de ahorro de las economías familiares en Estados Unidos durante una década, y el reciente y marcado giro hacia el déficit del Gobierno federal de ese país. En contraposición con la primera escuela de pensamiento, estos observadores subrayan que son los gobiernos extranjeros, y no el sector privado, los que han venido financiando de manera creciente el déficit por cuenta corriente estadounidense. Dado que sus propias monedas han tendido a apreciarse frente al dólar estadounidense, las autoridades monetarias de numerosos países han intervenido masivamente a fin de contrarrestar esta tendencia, para luego reciclar en gran medida las reservas de divisas resultantes mediante la compra de valores denominados en dólares.

Estas políticas han impedido la reducción de los desequilibrios externos al menos por dos vías, ambas difíciles de cuantificar. Por una parte, el valor efectivo del dólar es seguramente más elevado de lo que habría sido en caso contrario. Además, los tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos probablemente se sitúan a un nivel inferior al que habrían alcanzado de no haberse puesto en práctica tales políticas, lo que implica un mayor gasto interno. Esos intentos por contener la apreciación de sus monedas también han solido resultar en condiciones monetarias y crediticias más expansivas en los países que han intervenido en los mercados de cambio. Estos efectos fueron contemplados inicialmente como favorables en algunos de esos países, como Japón y China, donde la deflación se consideró un problema durante algún tiempo. Pese a ello, la contribución de esas políticas a las presiones inflacionistas tanto internas como mundiales, así como a los desequilibrios financieros, está recibiendo en la actualidad una creciente atención.

Los recurrentes episodios de inestabilidad financiera, incluso tras la acusada reducción de la inflación, también permiten explicaciones alternativas y quizás respuestas de política económica alternativas. Una posibilidad es que los problemas encontrados hasta ahora acaben siendo tan sólo transitorios. Aprender a vivir con una inflación baja, un sector financiero liberalizado y recientes avances en la tecnología financiera simplemente lleva su tiempo. Durante el proceso de aprendizaje se cometieron errores que han generado perturbaciones, pero sus costes e incidencia irán aminorándose. Prestan aval a esta postura la notable reducción de las primas de riesgo en los mercados financieros durante el pasado año y el igualmente notorio descenso de la

volatilidad. Además, algunos observadores han avanzado el argumento complementario de que unas condiciones financieras más volátiles podrían incluso ser deseables en algunos aspectos, ya que podrían ser el mecanismo para que las perturbaciones, que de otro modo podrían tener efectos perniciosos sobre la economía real, se dispersen sin causar perjuicios por medio de los sistemas financieros modernos hacia los agentes más capacitados para absorberlas.

Otra alternativa es que dicha inestabilidad pudiera ser más duradera. Los sistemas financieros liberalizados, aunque más eficientes que los sistemas reprimidos, podrían mostrar una tendencia inherente a la inestabilidad si las presiones competitivas condujesen ocasionalmente a una toma excesiva de riesgos. Un segundo argumento afirma que dichos sistemas liberalizados parecen ser asimismo procíclicos por naturaleza. Esto es, las percepciones de valor y riesgo oscilan en función de las fluctuaciones de la economía, igual que sucede con la propensión a asumir un riesgo. Los diferenciales crediticios, los precios de los activos, las calificaciones externas e internas y los saneamientos por préstamos incobrables han demostrado todos ellos esta característica, al menos durante las últimas décadas. Esto podría desencadenar potentes fuerzas financieras que impulsasen el crecimiento durante un auge económico, pero también un revés igualmente contundente en caso de que el optimismo inicial terminara a la larga considerándose excesivo.

Tampoco es difícil imaginar que estas tendencias propias de un patrón de auge-depresión pudieran agravarse como consecuencia de condiciones monetarias expansivas. Cuando los tipos de interés libres de riesgo son muy bajos, la "búsqueda del rendimiento" adquiere protagonismo. La capacidad de endeudamiento a unos tipos de interés muy bajos proporciona incentivos para seguir conductas que se han constatado cada vez más en los mercados financieros durante los últimos años, a saber, la creación de crédito, la estrategia de *carry trade* (endeudamiento barato a corto plazo en una divisa y préstamo más caro a largo plazo en otra), y el apalancamiento. Desde esta óptica, el hecho de que los precios de todos los activos no monetarios e "ilíquidos" (deuda a largo plazo, instrumentos crediticios, vivienda, etc.) hayan crecido con rapidez en los últimos años y de que las medidas de volatilidad implícita hayan disminuido de forma acusada no necesariamente obedece de manera primordial a la hipótesis antes avanzada de una reducción del riesgo en el entorno económico. Más bien, podría estar reflejando un esfuerzo generalizado por "comprar iliquidez" y "vender liquidez", dada la abundancia de esta última. Aunque esta explicación podría parecer menos convincente dada la fase de restricción monetaria observada desde hace casi un año en Estados Unidos, también es cierto que los tipos de interés oficiales continúan en niveles muy reducidos tanto en ese país como en otras economías.

Esta diferencia de perspectivas sobre los cambios estructurales en el sistema financiero se pone particularmente de manifiesto en las valoraciones actuales acerca de las circunstancias que afectan a los hogares. Algunos observadores consideran muy deseable la mayor capacidad de

endeudamiento de las familias, incluso con la garantía de su mayor riqueza inmobiliaria. En un entorno de desaceleración del crecimiento salarial en los países industrializados y de debilidad de la inversión empresarial fuera de China, este endeudamiento ha permitido cierta suavización de la evolución intertemporal del gasto, que ha contribuido a sostener la demanda agregada en todo el mundo. Por el contrario, otros analistas subrayan la reducción durante una década de las tasas de ahorro familiar en muchos países, la creciente participación del consumo en el PIB y una exposición potencialmente peligrosa a los requisitos del servicio de la deuda cuando los tipos de interés suban a niveles más normales. En cualquier caso, si lo que acabamos de presenciar es una fase de elevado endeudamiento dentro de un proceso de suavización intertemporal del gasto de los hogares (y de algunos Gobiernos), por definición dicho endeudamiento implica tarde o temprano alguna contrapartida.

En resumen, parece que contamos con un conjunto de explicaciones razonables sobre cómo ha llegado la economía mundial a su situación actual. Pocas dudas pueden existir de que las condiciones de abundante liquidez mundial, posibilitada por una inflación reducida y bien anclada y por la liberalización financiera, han contribuido a sostener los niveles de gasto agregado. De cara al futuro, sin embargo, parecen aún plausibles sendas de evolución alternativas. La continuidad de un crecimiento estable y no inflacionario podría considerarse el resultado más probable, teniendo en cuenta los aspectos positivos de los cambios estructurales fundamentales antes descritos. Con todo, dicha continuidad no está garantizada en modo alguno. Por una parte, el sustancial estímulo monetario observado hasta ahora podría desembocar en una inflación manifiesta. Por otra, continúan siendo una gran incógnita las consecuencias de unos crecientes niveles de deuda nacionales e internacionales. Tanto los deudores como los acreedores podrían recortar sus gastos conforme aumentaran los niveles de deuda. Las reducciones en los precios de los activos y en las estimaciones de la riqueza del sector privado podrían reforzar dicha conducta. Por el contrario, el aumento de los niveles de endeudamiento podría ser tan sólo un elemento normal del proceso de desarrollo financiero, conforme los mercados maduran y ganan completitud.

Estas posibilidades menos favorables no pueden descartarse, dada la exigua experiencia acumulada sobre las interacciones entre los numerosos cambios estructurales antes identificados. Así pues, una importante tarea para las autoridades económicas en este novedoso entorno consiste en discernir qué políticas podrían contribuir en mayor medida a limitar los costes en caso de que algo falle. Otra labor, no menos compleja, radica en consolidar, al mismo tiempo, los sustanciales beneficios ya reportados por estos cambios estructurales.