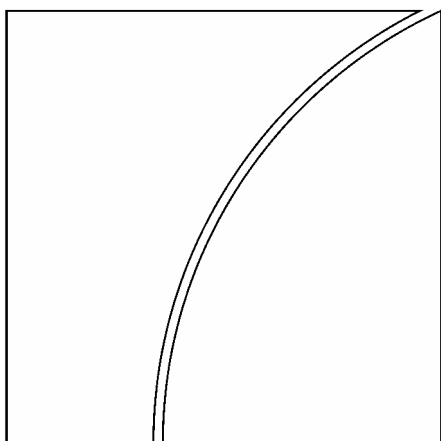




BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES

Discurso del Director General

Discurso pronunciado por Malcolm D Knight
Director General del BPI



Basilea, 26 de junio de 2006

Discurso pronunciado por Malcolm D Knight

Director General del BPI

con motivo de la Asamblea General Anual del Banco
celebrada en Basilea el 26 de junio de 2006

Señoras y señores,

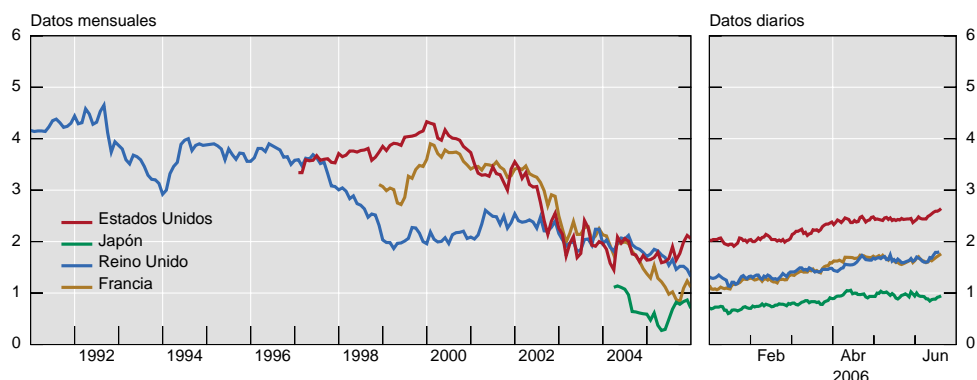
la evolución económica durante los últimos 12 meses nos permite estar bastante satisfechos. La economía mundial creció en 2005 mucho más rápido de lo que se preveía hace justo un año, al tiempo que la inflación ha permanecido baja a pesar de grandes alzas en los precios del petróleo. La mayoría de las previsiones para 2006 sugieren resultados igualmente favorables. Además, al menos hasta fechas bien recientes, se ha observado un destacable nivel de calma en los mercados financieros.

En las últimas semanas, sin embargo, se ha observado un repunte de la volatilidad en los mercados financieros de todo el mundo. Parece que finalmente se ha producido un aumento sostenido (aunque moderado) de los tipos de interés a largo plazo, que en muchos sentidos son esenciales para la fijación de precios de los activos, tanto reales como financieros. Algunos índices bursátiles han caído más del 20% con respecto a sus máximos del año pasado. La negociación en ciertos instrumentos ha sido intensa y algunos inversionistas han sufrido considerables pérdidas, pese a lo cual los sistemas financieros han demostrado hasta la fecha su significativa capacidad de reacción antes el profundo cambio en la opinión de los agentes del mercado.

Aun así, el entorno financiero ha cambiado. Para comprender porqué esta evolución podría tener repercusiones para los bancos centrales resulta útil tomar cierta distancia y analizar los vínculos entre el crecimiento económico y la evolución de los mercados financieros en los últimos años.

Los tipos de interés reales habían seguido una senda descendiente desde finales de la década de los 90. El Gráfico 1 muestra la evolución del rendimiento de los bonos indexados en algunas de las principales monedas. Sorprende que el descenso que comenzó a finales de los 90 continuara en 2004 y 2005 a pesar del marcado incremento en el ritmo de crecimiento mundial. En Estados Unidos y en la mayoría de países europeos, los tipos de interés reales descendieron hasta situarse entre el 1% y el 2%, niveles extremadamente bajos en términos históricos. Aunque también ha influido el periodo excepcionalmente prolongado en el que las políticas monetarias han permanecido relajadas, esta tendencia parece haber sido secular, internacional y dirigida por el mercado, y sigue resultando bastante desconcertante.

Gráfico 1 **Rendimientos de los bonos indexados a largo plazo**
En porcentaje

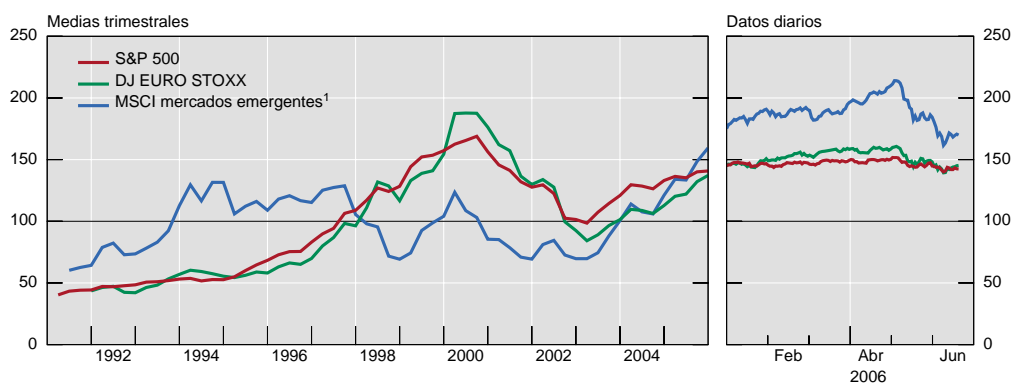


Fuentes: Bloomberg; datos nacionales.

Se han avanzado diversos motivos para explicar los bajos tipos de interés reales a largo plazo. Entre ellos se incluyen: mayores tasas de ahorro a escala mundial combinadas con la moderación de la demanda de inversión; inflación baja y estable, que ha reducido la prima por riesgo de inflación; innovación financiera, que ha permitido a los inversionistas reducir el riesgo de cartera agregado, aumentando su disposición a mantener activos a más largo plazo; y por último, creciente demanda de bonos por parte de instituciones y bancos centrales. Mientras sigan dándose estas circunstancias, puede haber motivos para creer que el promedio de rendimientos reales a lo largo de un ciclo completo de tipos de interés podría ser menor en el futuro de lo que ha sido hasta ahora.

Sean cuales sean las razones esgrimidas, el prolongado descenso de los tipos de interés reales a lo largo de la última década ha reducido sin duda el factor de descuento aplicado a las rentas futuras, lo que repercutiría en el precio de los activos financieros y reales duraderos, incluso aunque no cambien las expectativas de ingresos futuros. Los precios de las acciones y de la vivienda, así como los de muchas otras clases de activos, de hecho han crecido sustancialmente en los últimos años. A modo de ejemplo, el Gráfico 2 muestra tres índices bursátiles habituales, que incluso tras la corrección más reciente, todavía se encuentran en cotas elevadas con respecto a sus niveles históricos.

Gráfico 2 **Cotizaciones bursátiles**
1991-2005 = 100

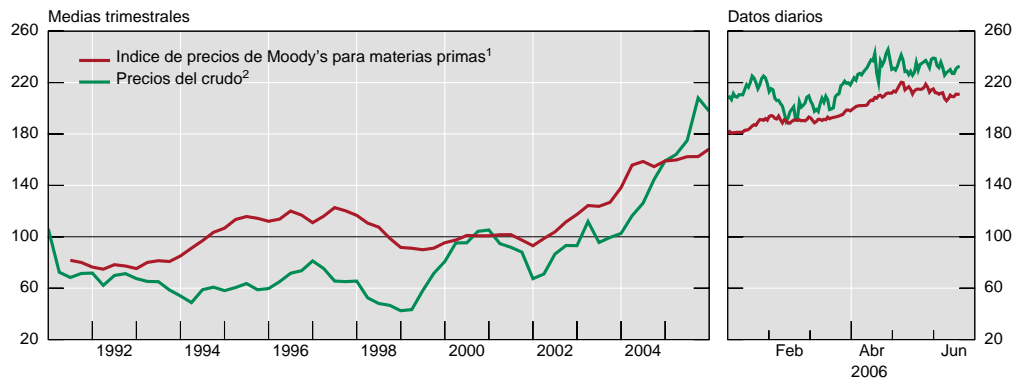


¹ En términos de dólares de Estados Unidos.

Fuentes: Morgan Stanley Capital International; datos nacionales.

El encarecimiento de las materias primas también ha sido generalizado y pareció intensificarse en 2004 y 2005. De nuevo, esto ocurrió precisamente en un momento en el que los rendimientos a largo plazo estaban cayendo hasta niveles mínimos. Como se observa en el Gráfico 3, el impulso al alza de los precios de las materias primas, que fue muy intenso a comienzos de año, parece haberse interrumpido en las últimas semanas. Aun así, los precios permanecen en niveles altos.

Gráfico 3 **Precios de los productos básicos**
2000 = 100



¹ Compuesto por 15 productos básicos (cacao, café, algodón, cobre, cuero, porcino, plomo, maíz, caucho, plata, seda, chatarra de acero, azúcar, trigo y lana) ponderados por el nivel de producción o consumo en Estados Unidos. ² West Texas Intermediate.

Fuentes: Bloomberg; Datastream.

Lo sorprendente ha sido que el fuerte crecimiento de la demanda agregada durante años, el incremento de los precios de los activos y el gran encarecimiento de las materias primas todavía no han provocado un repunte generalizado de la inflación. Para resolver este enigma, se han avanzado numerosas explicaciones: mayor credibilidad de los bancos centrales, mercados nacionales más competitivos y aumento de la oferta procedente de China, la India y otros países. La respuesta todavía no la tenemos, pero lo que sí sabemos es que esta prolongada desinflación no se debió a grandes incrementos de los tipos de interés oficiales (que tan importantes fueron a finales de los años 70 y en los 80), ya que en muchos países éstos han permanecido bastante estables y en niveles bajos hasta fechas recientes.

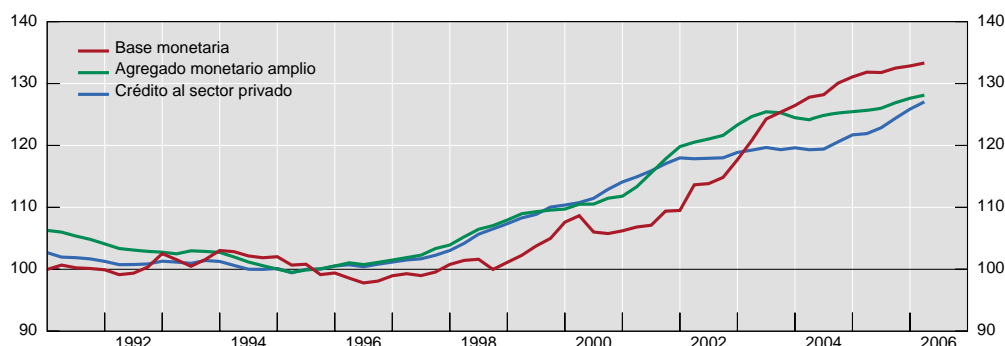
Dado que no alcanzamos a comprender en su totalidad las causas que subyacen tras esta “gran desinflación”, no sería prudente confiar en que la feliz combinación de crecimiento fuerte e inflación baja vaya a durar siempre. Tarde o temprano, puede que los bancos centrales tengan que actuar sobre los tipos de interés oficiales con más fuerza de lo que han tenido que hacerlo en los últimos años. Numerosos participantes del mercado han entendido bien la situación, atribuyendo el reciente aumento de la volatilidad del mercado a la preocupación por cómo reaccionará la banca central ante las perspectivas de mayor incertidumbre macroeconómica.

Los riesgos de inflación parecen ahora mayores de lo que han sido durante algún tiempo. Aproximadamente en los últimos 12 meses, el patrón de crecimiento mundial se ha generalizado y se han reducido los excesos de capacidad productiva a escala internacional. Así pues, ahora hay más riesgo de que una alteración positiva por el lado de la demanda pueda provocar un

aumento generalizado de la inflación en todo el mundo. Al mismo tiempo, también es mucho más difícil evaluar una serie de importantes factores que a medio plazo pueden afectar a la inflación. Numerosos países han registrado un incremento sustancial en los precios de la vivienda y la pregunta ahora es si éstos acabarán por trasladarse a los índices de precios de consumo y a los salarios. Otro interrogante consiste en saber cómo repercutirá en la inflación la mayor integración de China y la India en la economía mundial. Otra duda es qué ocurriría si el precio del petróleo creciera aún más en los próximos dos o tres años.

Una de las principales preocupaciones de los bancos centrales son las consecuencias que tendrá en última instancia la gran expansión de los agregados monetarios y crediticios en los últimos años. El Gráfico 4 muestra cómo han evolucionado desde 1991 en los países del G-3 la base monetaria (línea roja), el agregado monetario amplio (en verde) y el crédito al sector privado (en azul) en relación al PIB nominal. Como puede observarse, estas medidas de liquidez aumentaron de manera progresiva prácticamente al mismo ritmo que el PIB nominal hasta 1997, acelerándose desde entonces todas ellas y dando con pocas muestras de remitir. Cabría preguntarse entonces si esto podría acabar generando presiones inflacionistas en el futuro o si de hecho ya ha contribuido al alza del precio de los activos a la que acabo de referirme.

Gráfico 4 **Agregados monetarios y crediticios del G-3**
En relación al PIB nominal; 1995 = 100



Nota: Los datos para el G-3 (Estados Unidos, zona del euro y Japón) son medias ponderadas, basadas en el PIB y en los tipos de cambio PPA del año 2000. Con anterioridad a 1999, los datos de la zona del euro se han calculado a partir de las estadísticas de los países miembros.

Fuente: datos nacionales.

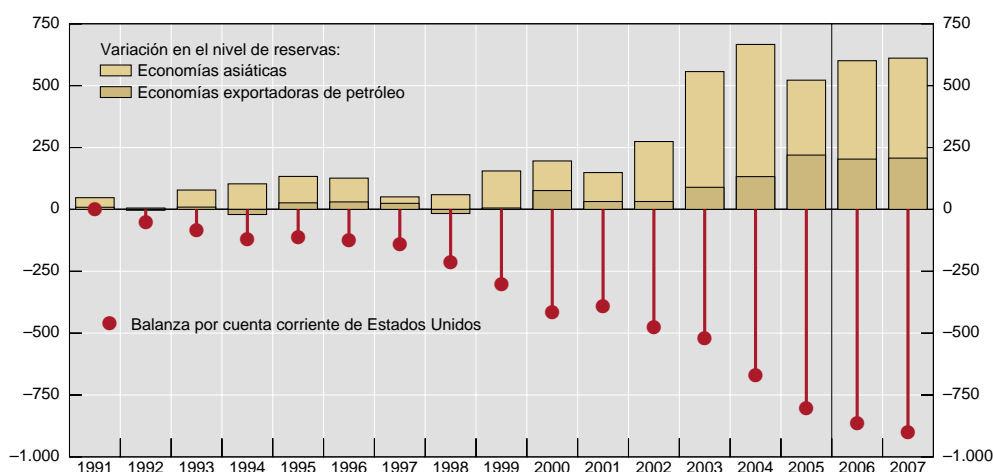
Todas estas incertidumbres en torno a la inflación implican que, en la situación actual, los bancos centrales deben mostrarse especialmente alerta frente a las amenazas que se ciernen sobre la estabilidad de precios a medio plazo. La mayoría de observadores todavía prevé que la inflación permanecerá baja, aunque preocupa la aparición de los primeros síntomas que indicarían que las expectativas de inflación pueden haberse elevado y que la inflación de los precios de consumo ha crecido.

La política monetaria de Estados Unidos ya se ha endurecido significativamente y en la zona del euro también se ha vuelto algo menos acomodaticia. Japón, por su parte, ha indicado su intención de abandonar su política monetaria extremadamente laxa, si bien el tipo de interés oficial

permanece prácticamente en cero. Numerosos bancos centrales asiáticos también han elevado sus tipos de interés, aunque en muchos casos aún permanecen bajos o son incluso negativos en términos reales.

No está claro hasta dónde tendrán que elevarse los tipos de interés oficiales. Dado que no ha sido sino recientemente cuando los tipos de interés a largo plazo han comenzado a aumentar y las condiciones financieras a endurecerse, los efectos retardados de contracciones monetarias anteriores pueden necesitar más tiempo para hacerse notar que en el pasado. Además, un endurecimiento casi simultáneo por todos los bancos centrales puede tener más efectos de lo esperado en los mercados y en la demanda mundial. En vista de todas estas incertidumbres de no sólo por las perspectivas de crecimiento e inflación, sino también por los mecanismos de transmisión monetaria, es necesario que las políticas mantengan su pragmatismo. El análisis del panorama macroeconómico tendrá que evolucionar según vayan conociéndose nuevos datos, lo cual puede ser más difícil de lo habitual en las circunstancias actuales, ya que la cambiante actitud ante el riesgo puede tener por sí misma implicaciones para la demanda interna.

Gráfico 5 **Déficit por cuenta corriente de EEUU y reservas de economías asiáticas y exportadoras de petróleo**
En miles de millones de dólares de EEUU



Nota: los datos para 2006 y 2007 son previsiones.

Fuente: FMI.

En cualquier caso, los participantes en los mercados financieros deben reconocer que la futura evolución de los tipos de interés a corto plazo no puede predecirse con certeza; en este sentido, los principales bancos centrales se han comprometido a adoptar todas las medidas que sean necesarias para mantener la estabilidad de precios.

Durante algún tiempo, los bancos centrales y otras instituciones responsables de la vigilancia del sistema financiero han advertido a los mercados de que la combinación de tipos de interés bajos y volatilidad excepcionalmente reducida no podría durar para siempre. El reciente repunte de la volatilidad debe recordar a las entidades financieras sobre la necesidad de realizar regularmente pruebas de tensión para ver cómo afectaría a sus

posiciones cualquier cambio adverso en el mercado o en las condiciones económicas.

Otro efecto imponderable es el impacto que tendrían desequilibrios por cuenta corriente amplios y crecientes. Las previsiones más recientes del FMI estiman que el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos será casi del 7% del PIB este año y en 2007 (como muestra la línea roja del Gráfico 5). Un déficit de tal magnitud, reflejo en parte del inadecuado nivel de ahorro nacional en aquel país, no puede continuar por tiempo indefinido. No obstante, sin duda nos tranquiliza que Estados Unidos cuente con una economía tan sólida y vigorosa que hace atractivos sus títulos para millones de inversionistas extranjeros, lo que le permite sostener un déficit por cuenta corriente de cierta consideración.

Lo que resulta menos tranquilizador es que buena parte de este déficit ha sido financiado por la intervención prolongada y masiva de bancos centrales en países con superávits por cuenta corriente, en un intento por evitar la apreciación de sus monedas. Entre 2002 y 2005, las reservas oficiales de divisas en Asia (incluido Japón) aumentaron en cerca de 1,4 billones de dólares. Aun así, muchos prevén que esta tendencia continúe durante este año y el próximo (el Gráfico 5 muestra los supuestos actuales en los que se basan las estimaciones del FMI).

Existen razones convincentes, tanto de ámbito internacional como nacional, por las que tal acumulación de reservas no puede proseguir indefinidamente. En el plano internacional, retrasar el ajuste del tipo de cambio casi siempre conlleva el riesgo de que cualquier reajuste posterior sea más abrupto y difícil de controlar que si se hubiera permitido mayor grado de flexibilidad. En el ámbito interno, cada vez resulta más complicado contener eficazmente las consecuencias monetarias expansivas que conllevan compras abultadas de divisas. En algunos casos, la intervención es de tal magnitud que está distorsionando el sistema financiero.

De hecho, a lo largo del pasado año, numerosos países asiáticos han permitido que sus monedas se aprecien. China, que desde hace tiempo viene reconociendo la necesidad a medio plazo de ajustar su tipo de cambio, ha comenzado su transición hacia un mecanismo cambiario más orientado al mercado, lo que en su momento también deberá dar lugar a instrumentos más flexibles de control monetario. Mucho de ello depende de lo bien que se plasmen estos objetivos en acciones tempranas y eficaces.

Hasta ahora, he abordado los desafíos para los bancos centrales, pero antes de finalizar me gustaría destacar que los Gobiernos también deben tomar medidas para asegurar en los próximos años un crecimiento constante y no inflacionista. En este sentido, dos áreas revisten especial importancia.

La primera es la política fiscal. El déficit público de Estados Unidos en los últimos cuatro años ha promediado el 4,5% del PIB, cuando en el año 2000 aún se registraba superávit. Algunas grandes economías de la zona del euro también registran déficits fiscales demasiado elevados. Teniendo en cuenta los altos niveles de endeudamiento actuales, así como las necesidades de gasto que conllevan los sistemas vigentes de pensiones y de salud, las perspectivas

a medio plazo para las cuentas públicas en numerosos países industrializados son preocupantes.

En cambio, los progresos realizados por algunas economías emergentes para reducir sus déficits fiscales invitan al optimismo. Además, muchos de los principales países exportadores de petróleo (como Argelia, Nigeria, Rusia, Arabia Saudita y muchos otros estados del Golfo) han gestionado los ingresos extraordinarios procedentes del incremento del precio del petróleo de un modo más prudente que en el pasado. No obstante, los déficits y los niveles de deuda en algunos de los mayores países en desarrollo todavía son demasiado elevados.

El segundo ámbito que no debe dejarse de lado es el de las reformas de corte microeconómico. Un importante motivo por el que la economía mundial ha crecido en los últimos cinco años con tanta rapidez y con tan poca inflación manifiesta es que una mayor proporción de la actividad económica mundial ha estado dirigida por el mercado. La drástica reforma en las grandes economías planificadas y en otras economías sobrerreguladas de países en desarrollo ha transformado sus perspectivas de crecimiento. Asimismo, la liberalización del comercio en los últimos años ha contribuido a mantener baja la inflación.

Todos aquellos que se resisten a cualquier intento de reforma deben tener presente estas experiencias. Es cierto que las reformas estructurales a menudo implican costes a corto plazo sin producir resultados inmediatos, pero la experiencia de la pasada década demuestra que realmente surten efecto. El entorno de mayor competitividad en la economía mundial exige mayor capacidad de adaptación e incluso más determinación para concluir acuerdos comerciales multilaterales que sean ventajosos para todos.

No debemos subestimar las dificultades que entraña la nueva situación, donde los nuevos gigantes económicos (Brasil, Rusia, la India y China, por seguir el orden del acrónimo de nuevo cuño BRIC) conforman cada vez más la economía mundial. Su auge ha modificado el proceso de inflación mundial y el mecanismo de ajuste internacional de maneras que debemos intentar comprender mejor. El ritmo del cambio en el seno de las economías nuevas ha sido muy rápido, por lo que los marcos de política, las estructuras de gobierno y demás sistemas no siempre han sido capaces de aguantar el ritmo. El creciente peso económico crea por sí mismo nuevas responsabilidades internacionales y las estructuras de cooperación multilateral han de adaptarse a esta nueva realidad económica. Como todos ustedes saben, el propio BPI está cambiando con el fin de contribuir a que la cooperación entre bancos centrales evolucione de un modo acorde. Creemos firmemente que estos cambios permitirán al BPI trabajar en pos de su objetivo tradicional de fomentar el diálogo y el debate sincero entre los bancos centrales sobre estos grandes desafíos internacionales.