

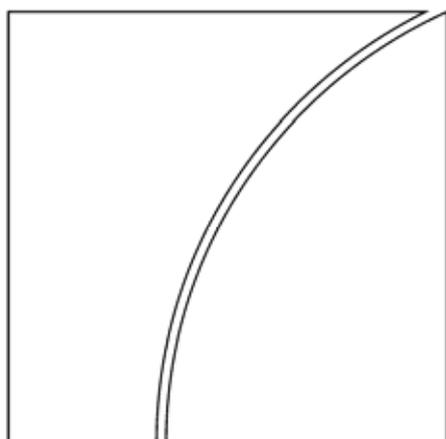


BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES

Discurso del Director General

Perspectivas y políticas para la
economía mundial

Discurso pronunciado por Malcolm D. Knight
Director General del BPI



Basilea, 24 de junio de 2007

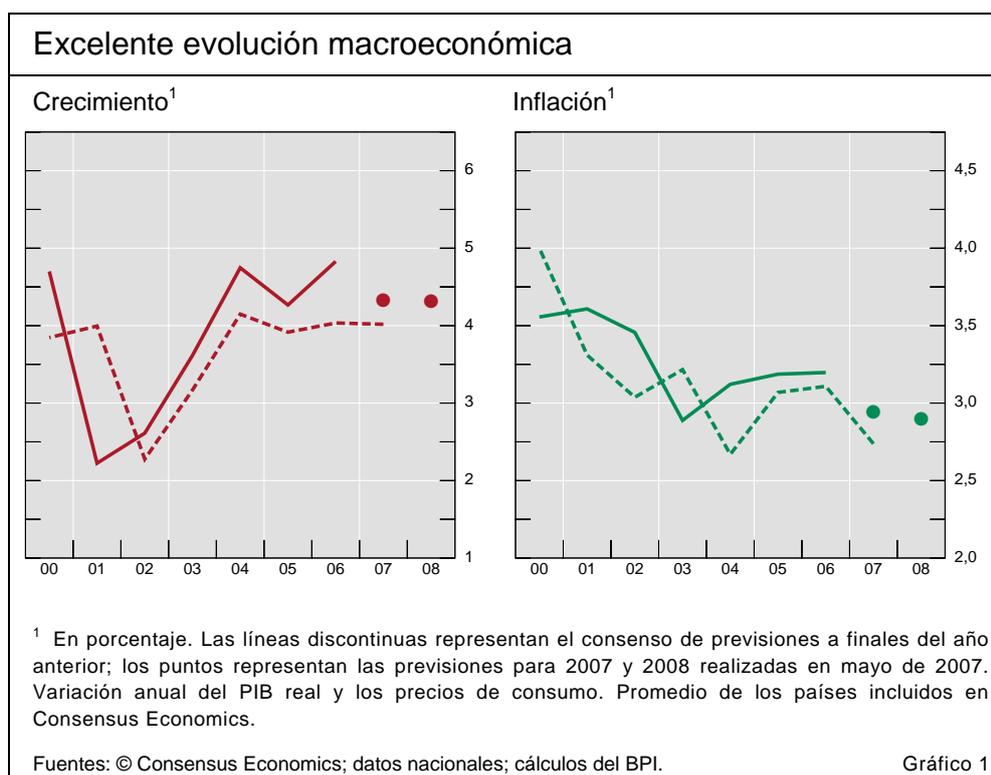
Discurso pronunciado por Malcolm D. Knight

Director General del BPI

con motivo de la Asamblea General Anual del Banco celebrada en Basilea el 24 de junio de 2007

Señoras y señores,

el año 2006 volvió a ser extraordinario para la economía mundial. Como pueden observar en el panel izquierdo del Gráfico 1, el crecimiento mundial batió el consenso de expectativas por un amplio margen. Así, el producto mundial total creció por encima del 4% por cuarto año consecutivo (uno de los mayores avances en el periodo de posguerra) y, en comparación con la experiencia reciente, la expansión estuvo más repartida entre los países. Como resultado de todo ello, la tasa de desempleo ha tendido a la baja en gran número de países, al tiempo que, tal y como se esperaba, la inflación ha permanecido en general contenida, como muestra el panel derecho. Todo ello ha coincidido con la continuidad de los buenos resultados en el sector financiero.



Desde una perspectiva de más largo plazo, el pasado año vino a confirmar de nuevo lo que algunos observadores han coincidido en llamar la «Gran Moderación», es decir, el prolongado periodo de volatilidad relativamente baja tanto del producto como de la inflación al que hemos asistido. Por supuesto, el camino hasta aquí no ha sido fácil y, desde finales de los años 80, diversos países han sufrido importantes tensiones financieras y macroeconómicas, como fue el caso de Japón y de otras economías asiáticas. Aun así, la última década al menos podría pasar a la historia como una «época dorada».

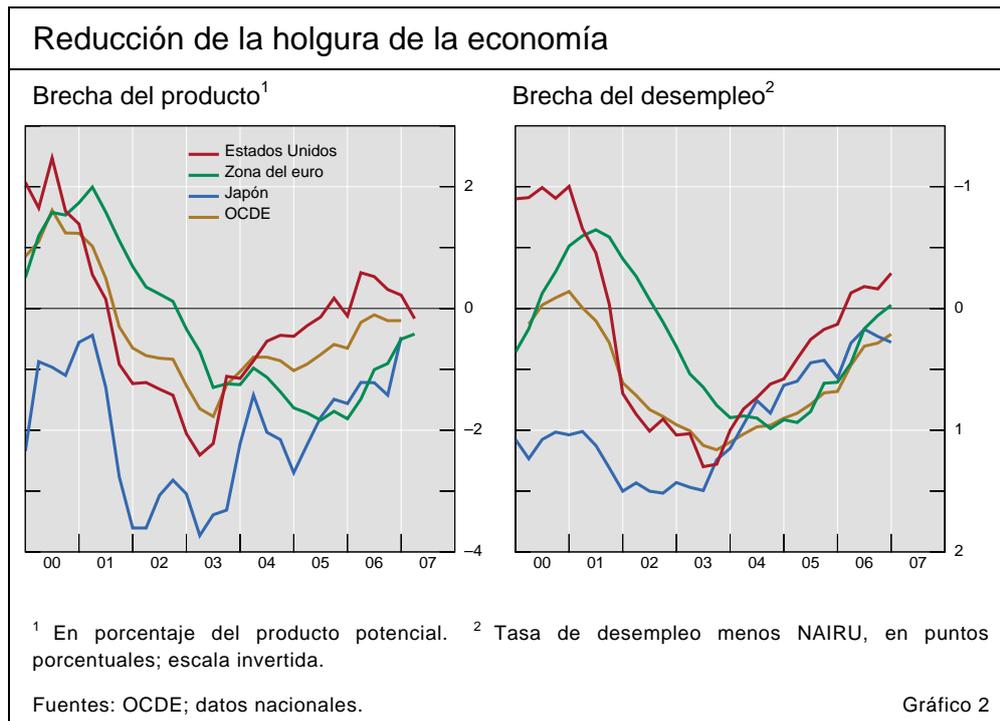
El consenso de previsiones para 2007 y 2008 apuesta por que continúe la evolución reciente. Los puntos rojos del panel izquierdo del Gráfico 1 indican que el crecimiento del producto mundial está previsto que se modere hacia el nivel estimado de crecimiento tendencial y que se vuelva más equilibrado, tanto en términos de gasto (con el afianzamiento del gasto empresarial y la desaceleración de la inversión residencial) como por países (con el resto del mundo ganando posiciones con respecto a Estados Unidos). Asimismo, se espera que la inflación permanezca estable, como se aprecia en los puntos verdes del panel derecho.

Los artífices de las políticas económicas pueden y deben estar satisfechos con este prolongado vigor económico, que hasta cierto punto ha obedecido al impresionante impulso de la globalización, tanto real como financiera, respaldado por políticas macroeconómicas y estructurales mejoradas y más orientadas al mercado. En este logro ha sido fundamental la disposición de los bancos centrales a combatir la inflación.

No obstante, es precisamente en momentos como éste cuando hay que huir de la complacencia. Los órganos rectores de las políticas han de hacer gala de su prudencia oteando el horizonte para comprobar si, bajo esta aparente tranquilidad, pudieran estar acumulándose tensiones. Y es que no sería prudente basar las políticas únicamente en los escenarios centrales y además debemos admitir abiertamente las limitaciones de nuestro conocimiento.

En este sentido, permítanme hacer de geólogo e intentar explorar algunas posibles fallas de esta placa tectónica que es la economía mundial, para descubrir así cualquier señal de una lenta acumulación de presiones que pudieran estallar de repente. En concreto, me gustaría centrarme en tres de estas «fallas», asociadas respectivamente con el panorama de inflación, las características del ciclo financiero actual y la configuración mundial de las posiciones externas de los distintos países.

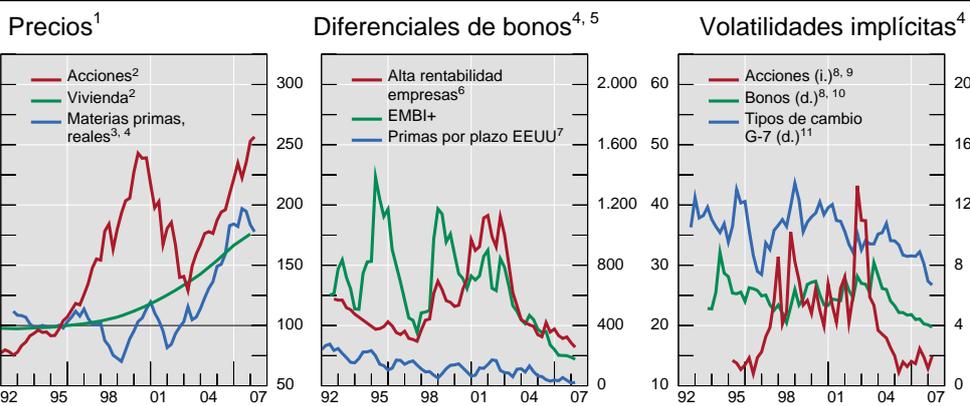
En cuanto a la *inflación*, el periodo que abarca 2006 y el primer semestre de 2007 volvió a ser extremadamente positivo, con el índice general prácticamente siguiendo las fluctuaciones de los precios de la energía, aunque en general permaneció moderado. Además, la inflación siguió mostrándose menos sensible que en el pasado a los indicadores de tensionamiento u holgura de la capacidad productiva nacional y, exceptuando algunos repuntes aislados, las expectativas de inflación a largo plazo apenas respondieron a los cambios en el índice general.



Ahora bien, bajo esta superficie pueden estar acumulándose tensiones. La inflación que excluye los precios de los alimentos y de la energía parece haber tendido al alza gradualmente en 2006. Hay señales que apuntan a que, en algunas de las mayores economías, se está absorbiendo de forma simultánea el exceso de capacidad productiva, tanto si se mide en términos de desviación del producto de su tendencia como si se considera la desviación del nivel de desempleo con respecto a su tasa estructural estimada (NAIRU), tal y como se aprecia en el Gráfico 2. Las demandas salariales parecen estar aumentando y las encuestas en algunos países indican que las empresas podrían estar recuperando capacidad para fijar sus precios. Los vientos de cola de la globalización pueden haber remitido, al menos temporalmente, como sugieren los rápidos aumentos salariales en países como China. En términos más generales, existe considerable incertidumbre por los posibles efectos acumulativos que puedan tener unas tasas de interés tan bajas durante tanto tiempo, como también refleja la expansión acumulada de los agregados monetarios y crediticios, algo a lo que me referiré más adelante. Asimismo, sería una imprudencia relajarse demasiado ante la estabilidad de las expectativas de inflación, teniendo en cuenta lo poco que conocemos sobre sus determinantes.

Pasemos ahora a las vulnerabilidades financieras. Los tres paneles del Gráfico 3 recogen índices que muestran cómo los *mercados financieros* avanzaron de forma extraordinaria durante la fase de recuperación mundial que siguió a la desaceleración de 2001. Como se observa en el panel izquierdo, los precios de los activos han ido aumentando. El fuerte crecimiento de los precios de la vivienda en gran parte del mundo ha apuntalado el extraordinario vigor de los mercados hipotecarios. Por su parte, las cotizaciones bursátiles se han recuperado del desplome mundial del año 2000 y la inversión en materias primas ha reportado durante algún tiempo

Mercados financieros en auge



¹ 1995 = 100. ² Incluye 16 países de la OCDE; medias ponderadas basadas en el PIB y los tipos de cambio PPA del año 2000. ³ Goldman Sachs Commodity Index, en términos de dólares de EEUU, deflactados por el IPC de EEUU. ⁴ Medias trimestrales. ⁵ En puntos básicos. ⁶ Desde diciembre de 1997, media simple de los índices de alta rentabilidad de EEUU y la zona euro; en los demás casos, sólo de EEUU. ⁷ Estimada para títulos del Tesoro de EEUU a 10 años con cupón cero. ⁸ Media simple de Estados Unidos y Alemania. ⁹ Volatilidad de precios implícita en el precio de las opciones de compra sobre índices bursátiles. ¹⁰ Volatilidad de precios implícita en el precio de las opciones de compra sobre futuros de deuda pública a 10 años. ¹¹ Índice de referencia JPMorgan para el nivel de volatilidad implícita de las monedas de los países del G-7.

Fuentes: Bloomberg; Datastream; Merrill Lynch; JPMorgan Chase; OCDE; datos nacionales

Gráfico 3

rendimientos muy atractivos. Del panel central de este gráfico se desprende que las primas por riesgo, especialmente para activos de renta fija, han venido alcanzando mínimos históricos, y no sólo para las categorías sujetas a riesgo de incumplimiento. Asimismo, en el panel derecho se observa que, excepto en periodos muy breves, las medidas de volatilidad a corto plazo han sido inusualmente bajas en toda la gama de activos, incluidas las divisas. En términos más generales, la actividad en numerosos sectores financieros ha sido muy intensa y ha sustentando niveles récord de rentabilidad.

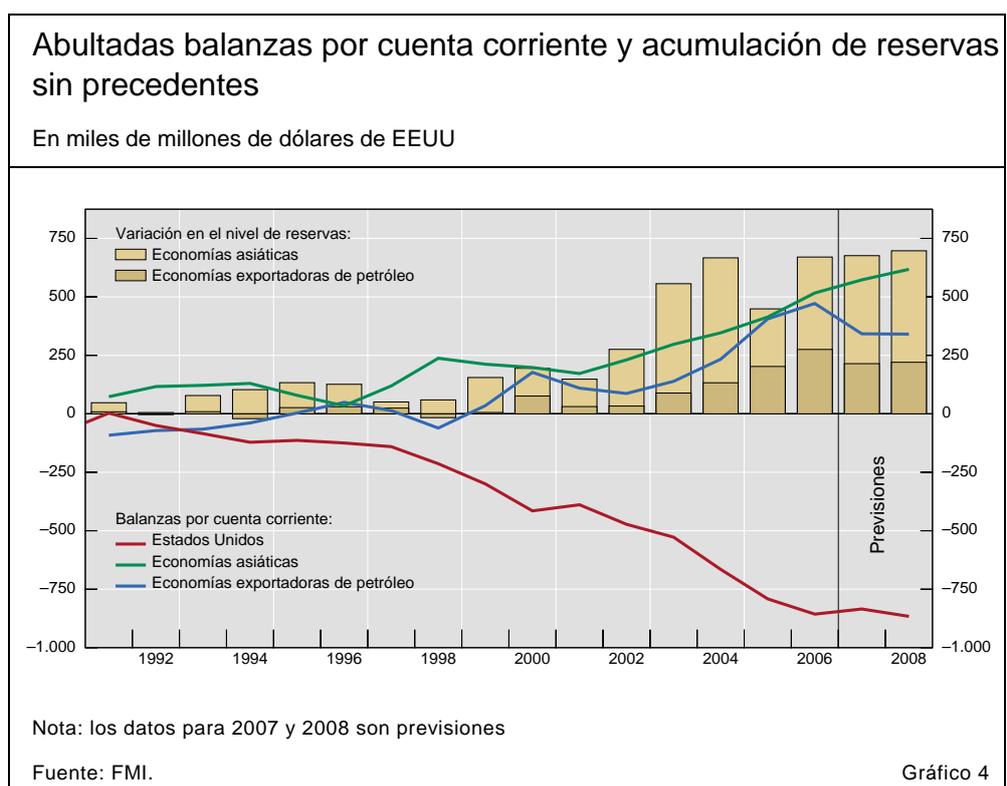
Todas estas tendencias claramente podrían continuar durante algún tiempo, pero la cuestión ahora es si pueden haber llegado demasiado lejos. Sin duda, la sólida coyuntura económica puede justificar hasta cierto punto todo este brío. Aun así, en la situación actual es fácil percibir cierta sensación de exuberancia, tal vez incluso un exceso de confianza que en el pasado no ha deparado nada bueno. La rápida recuperación tras los dos repentes de volatilidad ocurridos entre mayo y junio de 2006 y entre febrero y marzo de 2007 sin duda ha demostrado la considerable solidez de los mercados financieros, pero también es un síntoma de la alta tolerancia al riesgo que sigue invadiendo los mercados.

En tales circunstancias, el riesgo es doble. Primero, los mercados financieros podrían ser en sí mismos una fuente de tensiones y perturbaciones. Segundo, y quizás más importante, sus vulnerabilidades podrían tender a ampliar una eventual desaceleración en la economía real. En concreto, el comportamiento de los mercados financieros durante los dos

brotos de volatilidad no aporta muchas pruebas sobre la manera en la que podrían reaccionar ante un entorno macroeconómico más exigente.

Desde esta perspectiva, merece especial atención cualquier riesgo a la baja para la economía mundial. En este sentido, el panorama es dispar. Por una parte, ya se han presentado algunos riesgos. Por ejemplo, la economía estadounidense podría revelarse menos sólida de lo anticipado, especialmente si los problemas en el mercado de la vivienda resultan ser duraderos. Aunque el resto del mundo podría estar mejor preparado que hace unos años para soportar los correspondientes efectos secundarios, se sabe muy poco sobre la fuerza y la naturaleza de los vínculos financieros y psicológicos que unen un mundo cada vez más globalizado. En líneas generales, podrían plantearse interrogantes más amplios sobre el aguante del gasto de consumo, respaldado hasta ahora en muchos países por una fuerte percepción de aumentos de riqueza procedentes de los precios de los activos, especialmente de la vivienda, y por el creciente endeudamiento. Por otra parte, la grata normalización gradual de las tasas de interés oficiales, junto a una cierta mejora de las posiciones fiscales, han aumentado el margen de maniobra para responder ante una desaceleración. Sin embargo, este margen sería sin duda mucho más reducido si el desencadenante fuera un repunte sorpresivo de la inflación que indujera un marcado endurecimiento de la política monetaria.

La configuración mundial de grandes *posiciones externas* en algunos países también ha demostrado su extremada solidez. De hecho, los déficits por cuenta corriente siguieron financiándose con facilidad a lo largo del último año. Además, como se observa en las líneas del Gráfico 4 correspondientes a las distintas regiones, la amplia estabilización de los balances por cuenta corriente en porcentaje del PIB contribuyó a la sensación de neutralidad pasiva



frente a esta evolución en los mercados financieros. Al mismo tiempo, los flujos de capital brutos y netos hacia las economías de mercado emergentes mantuvieron su vigor, resultando, como pueden ver en las barras del Gráfico 4, en una mayor acumulación de reservas de divisas hasta cotas insospechadas, especialmente en ciertos países asiáticos y algunos países exportadores de petróleo.

De nuevo, esta evolución de los desequilibrios externos y de la acumulación de reservas podría proseguir fácilmente durante algún tiempo. Y una vez más cabría preguntarse qué tipo de daños colaterales y distorsiones podría generar, incluso con posibles repercusiones para la economía nacional. En los países con déficits en cuenta corriente, sus posiciones han solido reflejar un gasto de consumo vigoroso con sus correspondientes descensos del ahorro de los hogares, por oposición a la acumulación de capital productivo que podría generar ingresos futuros. En el caso de países con superávits por cuenta corriente que han estado acumulando reservas, se ha hecho cada vez más difícil evitar una rápida expansión monetaria y crediticia, así como el incremento de los precios de los activos, lo cual podría estar agravando la vulnerabilidad ante tensiones financieras y las futuras presiones inflacionistas. Asimismo, la eficiencia de los sistemas financieros nacionales también podría verse comprometida por estos acontecimientos. Otras distorsiones afectan más bien al sistema financiero internacional. La gestión de volúmenes de reservas de divisas sin precedentes por parte del sector público, que se concentra en unos pocos países, está llamada a plantear serios desafíos de carácter económico y tal vez incluso político. En términos más amplios, no debería subestimarse la amenaza que plantea el proteccionismo económico.

Sin duda, muchos son los factores que se esconden tras estas tres fallas relativas a la inflación, a la evolución de los mercados financieros y a las posiciones externas. No obstante, si tuviera que elegir un solo factor, uno que subyaciera en diversa medida a todas ellas, ya sea como causa o como síntoma, serían los niveles inusualmente bajos de las tasas de interés ajustadas por la inflación que han predominado durante tanto tiempo, como pueden ver en los paneles izquierdo y central del Gráfico 5. Y todo ello en un momento en el que, paradójicamente, su nivel de equilibrio a largo plazo podría haber aumentado, en línea con el mayor crecimiento potencial de la economía mundial (reflejado en el panel central) y con la globalización y la expansión de los avances tecnológicos.

Pese a que las tasas de interés a largo plazo han ido aumentando en las últimas semanas, no resulta difícil seguir las huellas que ha dejado tras de sí este prolongado periodo de tasas reales marcadamente reducidas. La resistencia que algunos países han opuesto a la apreciación de su moneda, a la que ha acompañado una arriesgada modalidad de arbitraje financiero conocida como «*carry trade*», ha facilitado la transmisión de las bajas tasas de interés de algunas monedas hacia el resto del mundo. La inversión de cantidades inauditas de reservas de divisas en títulos de deuda pública denominados en las principales monedas se ha sumado a su vez a la presión a la baja sobre las primas de riesgo por plazo. Un menor factor de descuento

Tasas de interés bajas y amplia liquidez mundial

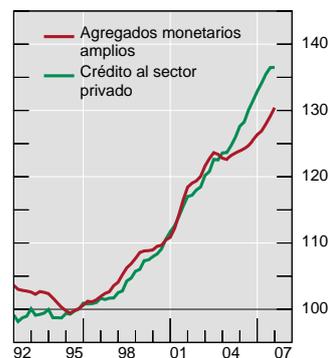
Brecha de la tasa de interés oficial real^{1,2}



Tasa de interés y crecimiento tendencial³



Medidas de liquidez^{1,6}



¹ Para 16 países de la OCDE: medias ponderadas basadas en el PIB y los tipos de cambio PPA del año 2000. ² Tasa de interés oficial menos tasa natural. La tasa real se define como la tasa de interés nominal ajustada por la inflación de los precios de consumo a lo largo de cuarto trimestres. La tasa natural se define como la tasa de interés real media para 1985–2005 (Japón, 1985–95; Suiza, 2000–05) más el crecimiento a lo largo de cuarto trimestres del producto potencial menos su media de largo plazo. ³ En porcentaje. ⁴ Desde 1998, media simple de Australia, Estados Unidos, Francia y Reino Unido; en los demás casos, sólo de Australia y Reino Unido. ⁵ Crecimiento tendencial del PIB mundial en términos reales según estimaciones del FMI. ⁶ En relación al PIB nominal; 1995 = 100.

Fuentes: FMI; OCDE; Bloomberg; datos nacionales; cálculos y estimaciones del BPI.

Gráfico 5

ha influido sobremanera en el incremento del apalancamiento y de los precios de los activos, tanto reales como financieros. Por último, las bajas tasas de interés han animado la búsqueda generalizada de rendimiento en los mercados de activos. Tal y como se observa en el panel derecho del gráfico, la rápida expansión de los agregados monetarios y crediticios que lleva constatándose ya algún tiempo forma parte intrínseca de este mismo fenómeno, al que los participantes en el mercado se refieren simplemente como «liquidez», es decir, la sensación de abundancia de fondos a los que puede accederse en condiciones extraordinariamente atractivas.

Partiendo de este análisis, cabe preguntarse sobre los retos a los que pueden tener que enfrentarse las distintas políticas, algunos de los cuales afectan a autoridades distintas de los bancos centrales. Así por ejemplo, existe la necesidad de aplicar mayor prudencia a la política fiscal, con el fin de aprovechar los momentos de buena coyuntura económica. Dicha actuación es aún más urgente por la continua acumulación de pasivos ocultos en concepto de prestaciones de cobertura social y atención médica. Asimismo, también serían de agradecer políticas estructurales destinadas a hacer más flexibles los mercados de trabajo y de productos. Por último, aunque no menos importante, las políticas destinadas a facilitar el intercambio de recursos entre los sectores negociables y no negociables tanto en países con déficits como con superávits ayudarían a facilitar el ajuste paulatino de las posiciones externas. Hay otros desafíos que incumben más directamente a los bancos centrales y autoridades supervisoras que velan por la estabilidad monetaria y financiera.

En cuanto a la política monetaria, las autoridades deberían aprovechar la ocasión para seguir normalizando gradualmente sus tasas de interés oficiales en la medida que permitan las condiciones en el país. Eso ayudaría a contener los riesgos de inflación y con ello a evitar la acumulación de más vulnerabilidades en los mercados financieros asociadas a la subestimación de los riesgos. Esta normalización supondría permitir que los tipos de cambio actúen más en aquellos países donde las autoridades han venido interviniendo con fuerza.

Con respecto a la política prudencial, las autoridades deberían tomar medidas en ciertos frentes que se complementan mutuamente. En primer lugar, deberían redoblar sus esfuerzos para reforzar la infraestructura financiera. Un ejemplo al caso serían las medidas adoptadas recientemente para mejorar los procesos de confirmación y liquidación en las operaciones con derivados del crédito. En las economías de mercado emergentes, debería proseguir la excelente labor realizada para desarrollar los mercados de capitales. En segundo lugar, las autoridades deberían servirse del proceso del examen supervisor para fomentar un comportamiento prudente. Un paso importante en este sentido lo constituye el reciente informe del Foro sobre la Estabilidad Financiera en el que se pide mayor transparencia en los perfiles de riesgo y mejor gestión del riesgo de contraparte frente a los *hedge funds*. También podrían destacarse los esfuerzos encaminados a fomentar mejoras en las pruebas de tensión y prudencia en la concesión del crédito, sobre todo en las economías de mercado emergentes. Tercero, las autoridades deben seguir trabajando para modernizar los esquemas de regulación. También sería bienvenida cualquier iniciativa destinada a implementar los principios para una supervisión bancaria eficaz. En líneas generales, tal y como se reseña en el Informe Anual del BPI de este año, debería reflexionarse con mayor profundidad sobre maneras de fortalecer la orientación macroprudencial de los marcos reguladores y supervisores. Y por último, aunque igual de relevante, deben continuar los esfuerzos por mejorar los mecanismos para hacer frente a posibles tensiones financieras.

Al instrumentar estas políticas, sea cual sea su naturaleza, una cosa está clara: este mundo de creciente globalización hace aún más necesarios el diálogo estrecho y la cooperación mutua entre las autoridades nacionales. El BPI, tal y como ha venido haciendo a lo largo de su historia, seguirá ejerciendo de foro para fomentar y estrechar ese diálogo entre todas aquellas autoridades que sean responsables de la estabilidad monetaria y financiera.

