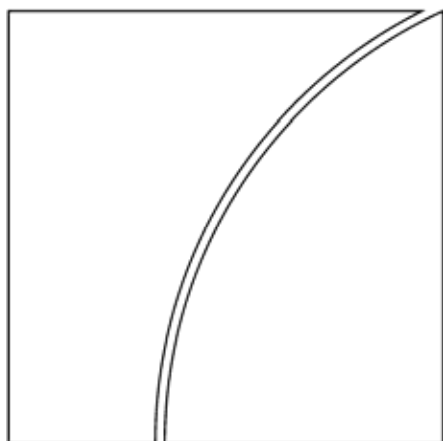




BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES

Discurso del Director General



Repunte de la inflación y
convulsión financiera: nuevos
retos para las políticas

Discurso pronunciado por Malcolm D. Knight
Director General del BPI

Basilea, 30 de junio de 2008

Discurso pronunciado por Malcolm D. Knight

Director General del BPI

con motivo de la Asamblea General Anual del Banco
celebrada en Basilea el 30 de junio de 2008

Señoras y señores,

casi un año después de que estallara la grave convulsión en los mercados financieros internacionales (para la que muchos anticipaban un efecto deflacionario sobre la economía mundial) nos enfrentamos ahora al espectro de un repunte de la inflación en todo el mundo. La amenaza que plantea este repunte coincide con el riesgo de desaceleración del crecimiento mundial a raíz del marcado encarecimiento del petróleo y del endurecimiento de las condiciones crediticias en algunas de las principales economías. Todo ello ha supuesto para los bancos centrales un serio reto de política monetaria. Además, las turbulencias financieras mundiales han planteado nuevos interrogantes sobre otros aspectos relacionados con estas políticas. En la actualidad, se están replanteando algunas atribuciones de los bancos centrales de forma mucho más amplia que hace apenas un año.

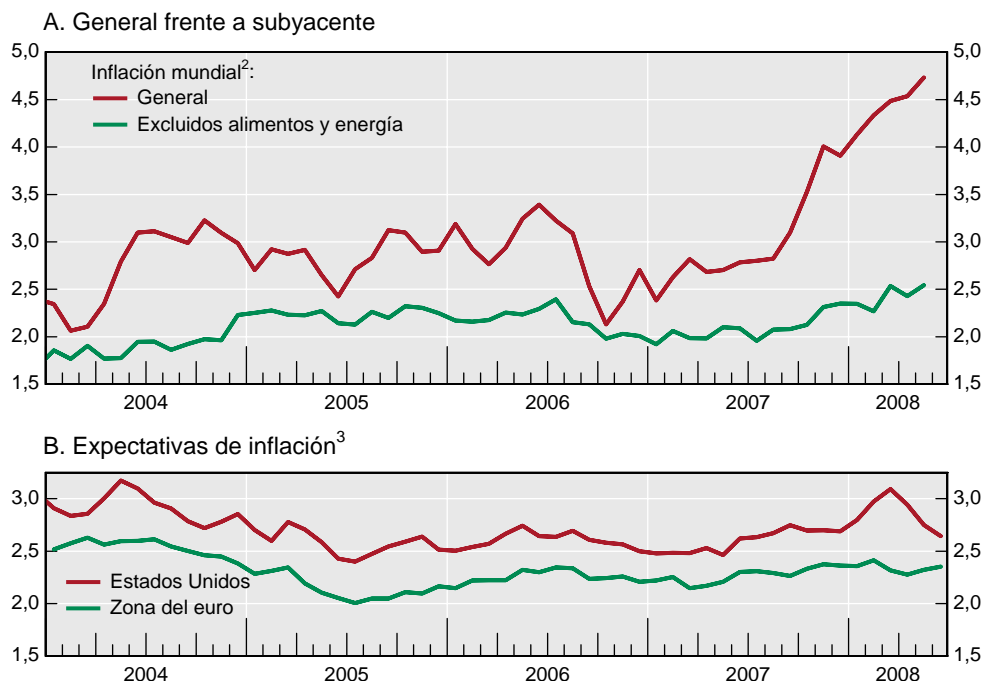
Los bancos centrales, perplejos ante el aumento de la inflación por un lado y las secuelas de la convulsión de los mercados financieros por el otro, afrontan su mayor reto en años. En mi discurso de hoy, hablaré primero de la amenaza que entraña la creciente inflación. No cabe duda de que los riesgos a la baja para el crecimiento económico futuro complica la labor de la política monetaria. Aun así, no hay más remedio que actuar con firmeza para hacer frente al peligro de un incremento apreciable de las expectativas de inflación, con todos los problemas que ello conllevaría.

También mencionaré dos asuntos de importancia a medio plazo, a los que se enfrentan los bancos centrales como resultado de la convulsión en los mercados financieros: su función como proveedores de liquidez y su participación en los mecanismos de vigilancia del sistema financiero. Ambos retos exigen una estrecha cooperación entre los bancos centrales de todo el mundo, facilitada hasta cierto punto por el Banco de Pagos Internacionales, y confío en que así siga haciéndolo en el futuro.

La amenaza de la inflación

Me gustaría comenzar refiriéndome a los enormes desafíos inmediatos que presenta el retorno de la inflación, algo muy preocupante tras años de haber

Gráfico 1
Inflación¹



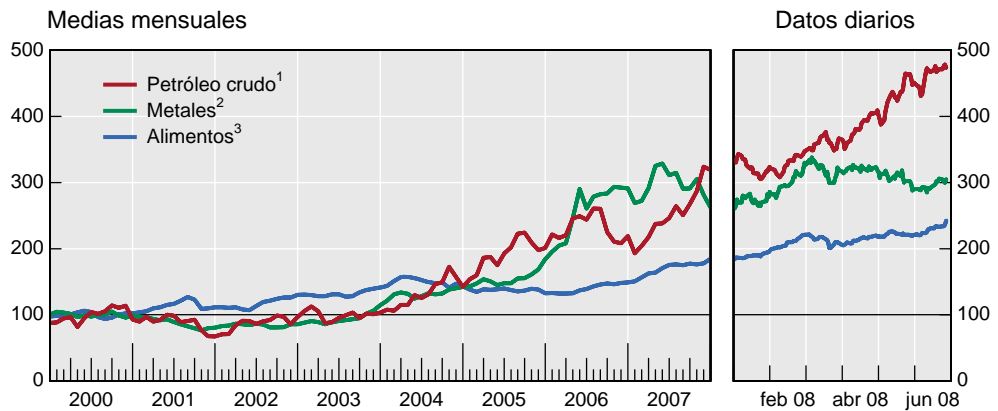
¹ En porcentaje. ² Oscilaciones de los precios de consumo en los 12 meses anteriores. Medias ponderadas basadas en el PIB y en los tipos de cambio PPA del año 2005. ³ Tasas de inflación neutras a cinco años, en un plazo de cinco años, calculadas a partir de estimaciones de las tasas neutras cupón cero al contado.

Fuentes: FMI; OCDE; CEIC; Datastream; datos nacionales; cálculos del BPI.

permanecido baja o haberse reducido. La inflación general ronda ahora el 4,7% a escala mundial (Gráfico 1) y, dependiendo de la evolución de los precios del petróleo y los alimentos, podría incrementarse en los próximos meses. La inflación ha crecido con mayor fuerza en las economías emergentes.

Durante años, la inflación general ha permanecido estable pese al marcado encarecimiento de las materias primas industriales y muchos otros productos básicos. Pero desde hace tiempo, la demanda mundial parece haberse acercado al nivel que, en relación con la capacidad, acaba provocando presiones inflacionistas, aunque no es fácil determinar en qué medida, ya que el crecimiento ha sido más rápido en las zonas donde es difícil obtener estimaciones fiables sobre el producto potencial. En todo caso, está claro que el marcado aumento en los dos últimos años de los precios de casi todos los productos básicos negociados internacionalmente (Gráfico 2) obedece más a la fuerte y sostenida demanda mundial, que a factores de oferta específicos a los productos. No obstante, desde comienzos de abril, el precio del crudo ha subido mucho más rápido que el de otras materias primas, lo que indicaría la influencia no sólo de fuerzas inherentes al mercado petrolero, sino también la utilización del mercado del crudo como canal para especular sobre un aumento de precios más generalizado.

Gráfico 2
Precios de la materias primas expresados en dólares de EEUU
 2000 = 100



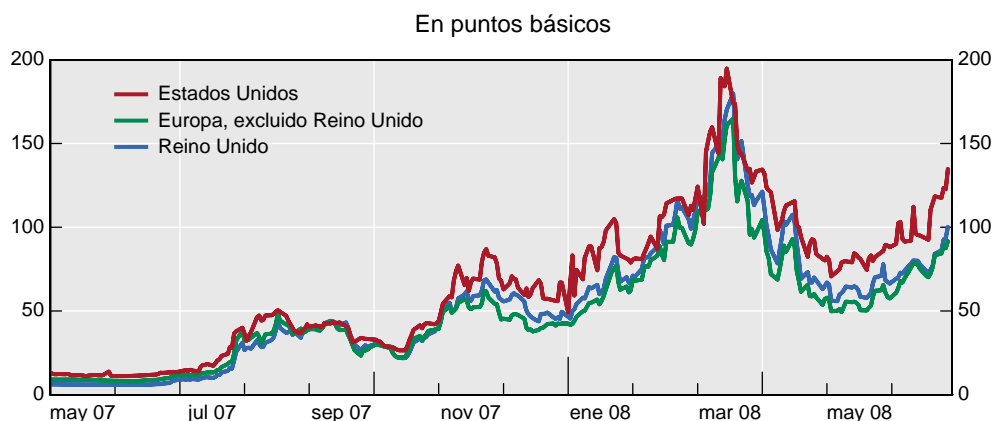
¹ Brent británico. ² Índice del London Metal Exchange compuesto por aluminio, cobre, plomo, níquel, estaño y zinc. ³ Commodity Research Bureau Spot Index Foodstuffs.

Fuente: Datastream.

En estas circunstancias, resulta difícil valorar la amenaza que supone la inflación. Los bancos centrales se enfrentan a un difícil dilema, al haber surgido las presiones inflacionistas justo cuando han aumentado los riesgos a la baja para el crecimiento. El reciente encarecimiento del petróleo ha mermado la confianza y frenado la demanda mundial. Otra importante fuente de riesgos a la baja es el actual repliegue de los principales bancos, en concreto mediante el endurecimiento de sus condiciones de préstamo a los hogares, en medio de un amplio incremento de la aversión al riesgo en los mercados de capitales. En este sentido, numerosos segmentos de los mercados de crédito se han visto afectados y persiste la inquietud sobre la solvencia de las principales entidades bancarias tanto en Europa como en Estados Unidos. Los diferenciales de los *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS) de bancos, que han vuelto a ampliarse recientemente, muestran que la protección frente al riesgo de impago sigue siendo mucho más cara que antes de este episodio de convulsión (Gráfico 3). No sería improbable que algunos bancos tuvieran que asumir nuevas pérdidas por valoración. Todo ello podría conllevar condiciones de préstamo aún más duras para los hogares y las empresas no financieras, que se unirían a los elevados niveles del servicio de la deuda que soportan ya muchos de ellos, lo cual es probable que debilite aún más el gasto.

La desaceleración del mercado de la vivienda da muestras de ampliarse. La caída de los precios de la vivienda reducirá la inversión y la construcción residenciales. Los efectos sobre la riqueza y las garantías derivados de dicha caída y de la pérdida de valor neto de la vivienda podrían dañar el consumo aún más, especialmente en países con bajas tasas de ahorro. La confianza de los consumidores y de las empresas se ha reducido en Estados Unidos, y también en Japón y Europa.

Gráfico 3
Diferenciales de CDS en el sector bancario¹



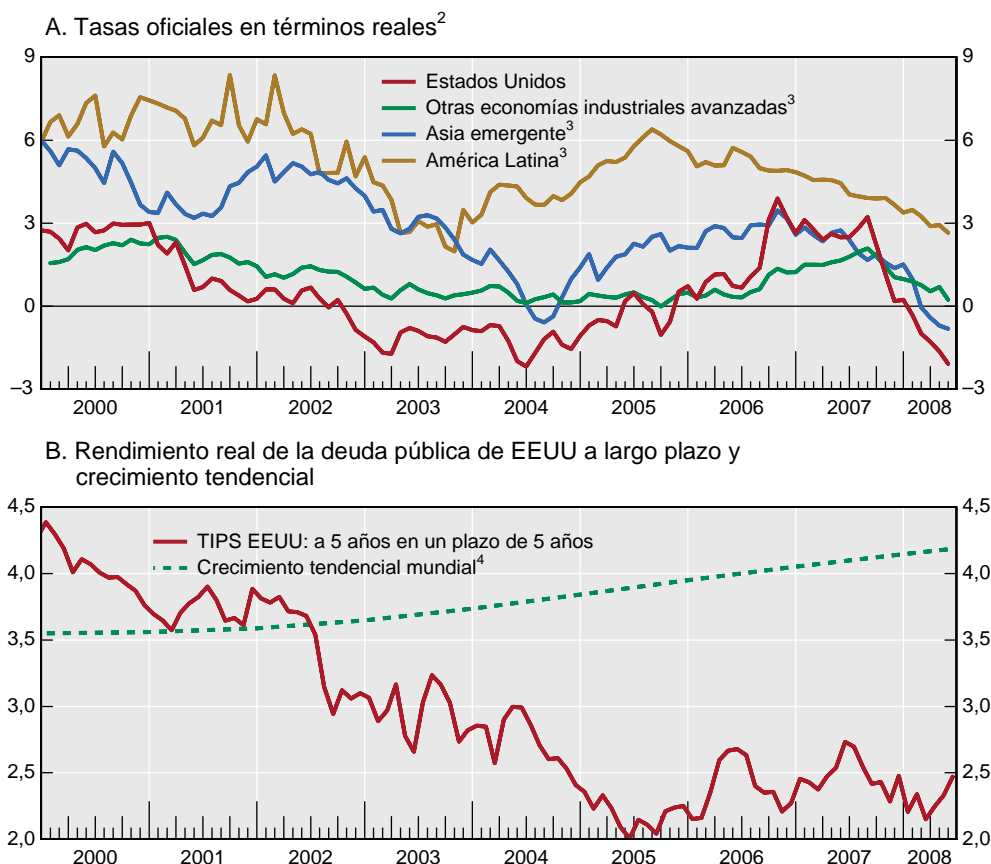
¹ Diferenciales de CDS a cinco años más recientes; media simple de los principales bancos.

Fuente: Bloomberg.

Hasta ahora, la convulsión de los mercados financieros ha perjudicado al crecimiento observado y previsto en Estados Unidos. Las previsiones de consenso indican que la desaceleración económica en este país será más marcada que en Europa y Japón. Por su parte, se prevé que las economías de mercado emergentes sigan exhibiendo vigor, aunque tal vez algo menor. Una consecuencia positiva de todo ello sería la reducción de los desequilibrios exteriores a escala mundial.

La fuerza de la demanda mundial durante los últimos años también se explica en gran medida por el hecho de que la política monetaria haya sido muy acomodaticia durante algún tiempo. Como se observa en el panel superior del Gráfico 4, las tasas de interés oficiales en términos reales han sido muy bajas, al tiempo que los agregados monetarios y crediticios han crecido con ímpetu. Además, las tasas de rendimiento reales para títulos a largo plazo sin riesgo también han sido muy reducidas en los últimos años, como recoge el panel inferior del gráfico para el caso de Estados Unidos. Estas tasas de interés reales tan bajas son difíciles de encajar con el elevado potencial de crecimiento que se aprecia en la economía mundial, representado por la línea de puntos, aunque sí que parecen acordes a las condiciones monetarias extremadamente laxas a nivel mundial y, especialmente en el caso de Asia, a la enorme acumulación de reservas de divisas canalizadas hacia los bonos de bajo riesgo de los principales centros financieros. A su vez, los escasos rendimientos reales para vencimientos largos durante los años previos a la actual convulsión tentaron a algunos inversionistas a asumir demasiados riesgos y a valorarlos de forma demasiado generosa.

Gráfico 4
Tasas de interés: a corto y largo plazo¹



¹ En porcentaje. ² En términos de precios de consumo. ³ Medias ponderadas basadas en el PIB y en los tipos de cambio PPA del año 2005. ⁴ Aplicando el filtro Hodrick-Prescott a la variación anual del PIB real.

Fuentes: FMI; © Consensus Economics; Datastream; datos nacionales; cálculos del BPI.

En la actualidad, la mayoría de las previsiones apunta a que el reciente repunte de la inflación general en los países industriales será transitorio y que, si aciertan las estimaciones actuales sobre la respuesta de la política monetaria, la inflación remitirá en 2009. En cualquier caso, no podemos confiar por completo en que así sea. Anteriormente, las previsiones no lograron anticipar los sucesivos aumentos de los precios de las materias primas y por tanto se quedaron cortas en cuanto a los niveles actuales de inflación general. Además, las expectativas de inflación, en especial las que proceden de encuestas a los consumidores, han repuntado significativamente en los últimos meses. Todo ello sugiere que los bancos centrales deberán seguir vigilando la inflación muy de cerca en los próximos meses.

Retos para la política monetaria

Casi todos los bancos centrales se dedican hoy en día a mantener baja la inflación, ya sea con objetivos formales o sin ellos. Esto resulta especialmente atractivo porque puede ayudar a anclar las expectativas de inflación en el entorno actual de alteraciones de los precios de las materias primas. Sin embargo, esta estrategia sólo funcionará si el marco aplicado sigue siendo

creíble. Así pues, debemos reaccionar sin dudar ante el claro peligro que presenta en la actualidad el incremento mundial de la inflación y de las expectativas inflacionistas. Sin embargo, se plantea un dilema por la posibilidad de que el crecimiento mundial se frene, en respuesta a los desequilibrios emergentes y a la reciente convulsión financiera. Esto sin duda complica la decisión aunque, en la mayoría de países parecería imprudente, desde una perspectiva inflacionista, contar con tal desenlace por ahora.

Los retos a los que se enfrentan las economías emergentes son especialmente complejos. Los precios de los alimentos han pesado mucho más en la inflación de los países de renta baja, al representar una mayor proporción del gasto de consumo, y por ende de la cesta del IPC. En países donde las presiones generales de la demanda aún son intensas, podría ser recomendable elevar las tasas de interés y permitir que se aprecie la moneda local con el fin de contener la inflación. En los últimos años, diversos bancos centrales se han resistido a ello por miedo a reducir la competitividad de las exportaciones y provocar mayores entradas de capital. Asimismo, la intervención sin precedentes en los mercados cambiarios durante años ha ido acompañada de una gran expansión de los balances, tanto de los bancos centrales como de los comerciales. De hecho, en numerosos países, el crédito bancario al sector privado ha crecido a tasas probablemente insostenibles. Además, al haberse invertido las reservas de divisas en los principales centros financieros, se ha estimulado el crecimiento de la liquidez a escala mundial.

Como ya he mencionado, estos son retos monumentales para la instrumentación de las políticas en las economías emergentes, cuyas decisiones nos afectarán a todos. Ya son historia los días en que el progreso económico mundial se dirigía desde algunas de las mayores economías avanzadas. El mayor peso económico de los países emergentes conlleva claras ventajas, pero también acarrea nuevas responsabilidades internacionales. A lo largo del último año, conforme se han hecho más evidentes las tendencias inflacionistas, algunas de las principales economías emergentes han empezado a aceptar la necesidad de una apreciación de su moneda, lo cual es muy grato.

Me gustaría hablarles ahora sobre dos asuntos importantes a medio plazo, que se insertan en el renovado debate sobre el marco para las políticas de los bancos centrales. Y conste que he elegido la palabra «debate» a propósito, ya que no hay respuestas automáticas para ellos, sino que hay que deliberar al respecto y estar dispuesto a replantearse ideas preconcebidas.

El banco central como proveedor de liquidez

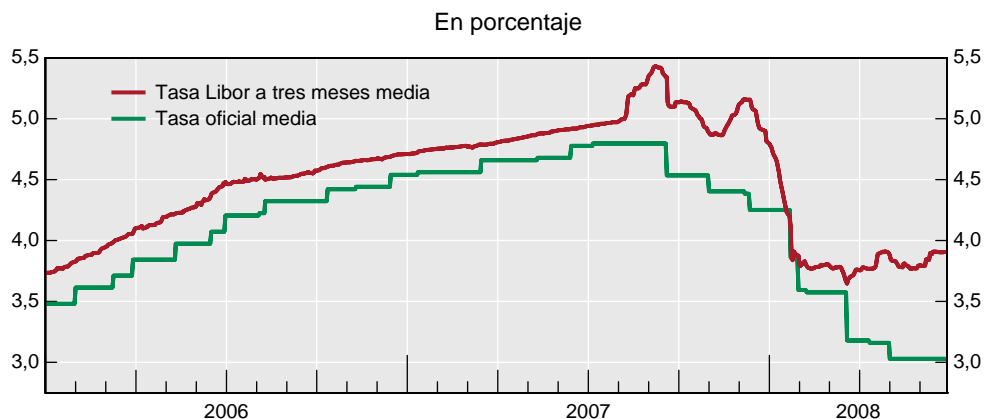
El primer tema de debate es la función del banco central como proveedor de liquidez. Durante años, hemos visto cómo los principales bancos comerciales iban convirtiéndose en «proveedores de liquidez» para la creciente y cada vez más compleja intermediación en los mercados de capital. Aun así, a todos sorprendió el alcance y la duración de los problemas de liquidez que han sufrido los bancos situados en el núcleo del sistema financiero.

Como sabrán, las amplias y persistentes dificultades de financiación en los grandes bancos han exigido la adopción de medidas extraordinarias por parte de los bancos centrales. Entre ellas se cuentan proporcionar liquidez para horizontes más largos, aceptar una gama de colateral mucho más amplia (incluidos títulos difíciles de valorar e ilíquidos), y proporcionar facilidades de crédito a una mayor variedad de instituciones. También se han creado nuevas líneas para ayudar a superar el estigma que suele llevar asociado el uso de las facilidades permanentes.

La disposición de los principales bancos centrales a actuar de manera conjunta y decisiva para inyectar liquidez en los mercados financieros sin duda ha ayudado a evitar un empeoramiento de la situación. Aun así, el diferencial entre las tasas de interés oficiales y el Libor a tres meses sigue siendo excepcionalmente amplio (Gráfico 5). Además, aunque la mejora en la provisión de liquidez ha contribuido a aliviar las presiones de liquidez en momentos de tensión financiera, no debería dejarse que reemplace de forma permanente a los mecanismos de mercado. Tarde o temprano, los activos fallidos deberán negociarse en los mercados, y no aparcarse en los bancos centrales, por lo que habrá que encontrar la manera de poder negociar con ellos lo antes posible.

Tampoco debería permitirse que la liquidez de los bancos centrales disuada la gestión prudencial por parte de los bancos de sus propios riesgos de liquidez a largo plazo. Es por ello que los reguladores han trabajado activamente para fortalecer la vigilancia prudencial de dicha gestión. El sector bancario también está adoptando medidas en este sentido. Los bancos son ahora más vulnerables de lo que creían a las alteraciones de la liquidez debido a su mayor dependencia de financiación a corto plazo en los mercados al por mayor, junto con el creciente uso de la titulización y el reajuste de vencimientos a gran escala que esconden las técnicas de financiación fuera de balance. Así pues, los bancos han buscado aumentar su financiación a más largo plazo y sus tenencias de activos líquidos.

Gráfico 5
Tasas de interés oficiales e interbancarias¹



¹ Media ponderada de Estados Unidos, la zona del euro y el Reino Unido, basada en el PIB y en los tipos de cambio PPA del año 2005.

Fuentes: FMI; Bloomberg; Datastream; datos nacionales.

La vigilancia del sistema financiero

El segundo gran tema de debate son los mecanismos para vigilar el sistema financiero y la función que en ellos desempeña el banco central.

Si algo nos ha enseñado la convulsión financiera del pasado año es que los bancos centrales deben considerar con mayor atención las implicaciones de la innovación financiera para la instrumentación de sus políticas. Una razón obvia es que dicha innovación puede afectar a la demanda agregada de forma similar a como lo hace la política monetaria. Por ejemplo, la innovación financiera, al llevar las pérdidas a las colas de las distribuciones, puede reducir la percepción de los inversionistas sobre el riesgo de cartera agregado. A su vez, esto tiende a deprimir las primas por riesgo y los rendimientos a largo plazo. Asimismo, la innovación financiera puede suavizar las limitaciones de crédito que sufren los hogares, permitiendo que continúe el gasto incluso cuando flaquee el crecimiento de los ingresos, a riesgo de agravar en el futuro la carga de la deuda de los hogares. Un segundo motivo para estar más atentos a la innovación financiera es que, en la práctica, los bancos centrales tendrán que afrontar las consecuencias de la excesiva asunción de riesgos y, muy a menudo, la primera reacción de un banco comercial en dificultades será pedir liquidez al banco central.

Así pues, los bancos centrales deberán trabajar estrechamente con los ministros de finanzas y autoridades supervisoras del sector financiero. En este sentido, la labor de coordinación realizada por el Foro sobre la Estabilidad Financiera ha sido inestimable según han ido ocurriendo las recientes turbulencias en los mercados. Como saben, el FSF ha realizado un amplio examen estratégico de lo que ha fallado y ha lanzado una serie de recomendaciones para la aplicación de una amplia gama de medidas concretas para garantizar una mayor adecuación de los niveles de capital y una mejor gestión de riesgos en los bancos, exigir mayor transparencia (especialmente en torno a los vehículos de financiación fuera de balance) y fomentar mejoras en los métodos de valoración. El FSF también recomendó cambios en la función y el uso de las calificaciones crediticias, tan utilizadas por algunos inversionistas. El Comité sobre el Sistema Financiero Global, con sede en el BPI, ha colaborado de forma significativa en diversos elementos de esta revisión estratégica. Por su parte, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, que también se ubica en el BPI, anunció medidas auxiliares para mejorar la capacidad de reacción del sistema bancario, como por ejemplo impulsar la implementación más rápida y mejorada de Basilea II. En virtud del segundo pilar de este Marco, habrá que reforzar la gestión de riesgos y la planificación del capital en los bancos. Además, se perfeccionarán las prácticas de divulgación de información a partir de la revisión del tercer pilar (sobre divulgación de información y disciplina de mercado), especialmente en lo que atañe a operaciones complejas de fuera de balance y de titulización. En este sentido, hay que tener presente que estos cambios han de programarse a lo largo del tiempo, con el fin de aumentar la confianza sin empeorar los problemas del mercado en el futuro cercano.

Más reflexión merece también la necesidad de desarrollar un nuevo marco para la estabilidad macrofinanciera. Se trata de saber si los instrumentos reguladores, y de hecho también los monetarios, pueden utilizarse para contrarrestar lo que parecer ser la tendencia natural de los mercados de crédito a comportarse de forma excesivamente «procíclica», es decir, demasiado optimistas en las fases expansivas del ciclo e igualmente pesimistas en las etapas contractivas. En las primeras, hay que encontrar la manera de moderar estas tendencias combinando de forma más sistemática el endurecimiento monetario, el aumento del capital bancario y de las provisiones, la contabilización al valor razonable y las exigencias de aportación de garantías. El reto radica en conseguir un equilibrio razonable entre, por un lado, la promoción de la innovación financiera, la sensibilidad al riesgo y los indicadores de mercado oportunos y, por el otro, la reducción del impacto negativo de los ciclos de mercado excesivos.

La nueva regulación no debe reprimir la innovación financiera. No olvidemos, por ejemplo, que la titulización aporta en principio sustanciales beneficios, como por ejemplo ayudar a distribuir los riesgos y mejorar la eficiencia de los mercados de crédito. Sin embargo, para llevar a la práctica estos beneficios, los bancos comerciales y otras instituciones aún deben dar importantes pasos para restaurar la confianza de los inversionistas en el proceso de titulización. Para ello, pueden necesitarse no sólo productos más transparentes y menos complejos, con una mejor asignación de calificaciones, sino también una mayor asignación de capital bancario a dichas actividades.

Conclusión

Para concluir, se observan claros síntomas que señalan un repunte de la inflación a escala mundial, por lo que los bancos centrales deben estar especialmente atentos para mantener controladas las expectativas de inflación. También han de reflexionar sobre otros muchos retos que también afrontan en sus facetas como proveedores de liquidez y como entidades públicas de vigilancia del sector financiero. El BPI espera trabajar estrechamente con los bancos centrales y con los reguladores con el fin de desarrollar mejores marcos analíticos para hacer frente a todos estos importantes asuntos.