

Oviedo, 12 de diciembre de 2007

2007: ¿Punto de inflexión en la evolución económica mundial?

Universidad de Oviedo

Miguel Fernández Ordóñez
Gobernador del Banco de España

Buenos días:

Quiero agradecer a la Universidad de Oviedo y a su rector, Juan Vázquez, la oportunidad que me brinda de pronunciar esta conferencia con motivo de la celebración del cuarto centenario de la fundación de esta institución. También quiero dar las gracias al decano de la Facultad de Económicas, Francisco González, por haber elegido un marco tan apropiado para celebrar este acto, como es el Aula Magna de esta facultad.

Voy a dedicar mi intervención a un fenómeno central en el comportamiento reciente de la economía mundial: el de la llamada 'globalización' o, por decirlo de manera simplificada, la creciente integración entre las diferentes partes que componen la economía mundial; una tendencia que ha adquirido una intensidad inusitada en los últimos quince años. Esa creciente integración ha traído consigo numerosas oportunidades de desarrollo y crecimiento, que están detrás de la prolongada etapa expansiva que ha vivido la economía internacional en estos años. Pero la expansión y la mayor interdependencia han supuesto una notable transformación del entorno en el que operan los agentes económicos, los gobiernos y las instituciones, que se enfrentan a un entorno más incierto y cambiante. Las turbulencias financieras que surgieron el pasado verano ilustran precisamente las incertidumbres y los riesgos que pueden materializarse en el proceso de adaptación a una economía globalizada. Al análisis de este episodio dedicaré la segunda parte de mi intervención, que terminaré con algunas reflexiones sobre los retos específicos que afronta la política monetaria en este contexto.

Probablemente, a la mayor parte de los asistentes a este acto le resulte difícil imaginar cómo se desarrollaría la vida cotidiana en un mundo en el que la información, casi cualquier información que podamos necesitar, no se encuentre a un par de pulsaciones del ratón del ordenador, o en el que el teléfono móvil no nos ponga inmediatamente en contacto con aquella persona con la que queremos hablar en cada momento. Pero la extrañeza se debe simplemente a que estoy hablando ante un auditorio muy joven. Y es que hace, en realidad, muy poco tiempo que *internet* –y toda una serie de avances relacionados con las nuevas tecnologías– han hecho posible que un mundo tan grande como el nuestro esté –cada vez más– al alcance de nuestras manos.

Esta tendencia a la 'reducción de las distancias' forma parte, en realidad, de un proceso más amplio y más complejo de rápida integración económica, que muchos han venido a denominar 'globalización'. A efectos analíticos, es útil distinguir entre dos tipos de globalización. La primera se refiere a la integración de los mercados de productos y de factores —especialmente el factor trabajo— a nivel mundial, y que podríamos denominar la 'globalización real'. A la segunda, la llamaremos 'globalización financiera' y hace referencia al espectacular incremento en la integración de los mercados de capitales.

La globalización real

La medida más directa de la globalización real, es decir, de la integración de los mercados de productos, la proporciona el peso del comercio en el PIB mundial: en los últimos cinco lustros, la participación de los flujos comerciales –medidos por las importaciones– en el PIB real casi se ha triplicado, hasta alcanzar una ratio cercana al 30%. Además, esta tendencia se ha extendido a todas las áreas geográficas y se ha hecho más intensa desde finales de los años 80.

La intensificación de los vínculos comerciales ha venido acompañada de cambios importantes en el patrón de integración de las principales regiones del mundo. Por ejemplo, una región que se ha *globalizado* rápidamente en los últimos treinta años es Asia emergente y, en particular, China. Para apreciar ese cambio, es interesante echar la vista atrás y recordar la situación de los vínculos comerciales a inicios de los años 70. En ese momento los principales “centros” de origen y destino de los flujos comerciales eran EEUU y Europa occidental, de modo que la gran mayoría (más de un 90%) del comercio se realizaba entre esas áreas o con esas áreas. Treinta años después, la gran diferencia que se aprecia en ese mapa es la aparición de Asia emergente como un centro muy importante de origen o destino de los flujos comerciales, junto con EEUU y Europa. Destaca también el notable incremento del comercio intrarregional en Asia, que sólo estaría por detrás del comercio intrarregional en la Unión Europea.

La intensidad del proceso de *globalización* que ha experimentado Asia emergente se aprecia claramente en el aumento de las importaciones en porcentaje del PIB local, que ha sido nada menos que de 45 puntos porcentuales desde finales de la década de los años 80, un incremento tres veces superior al que ha tenido lugar en la zona del euro, el Reino Unido o América Latina. Simultáneamente, la cuota de exportaciones de China, principal dinamizador del comercio asiático, se ha multiplicado por tres, en diez años. De hecho, el incremento de las relaciones comerciales de Asia emergente con el resto del mundo se ha canalizado, en una proporción importante, a través de China, país que importa bienes semimanufacturados del resto de sus vecinos asiáticos, realiza las últimas etapas del proceso de producción, y exporta los productos terminados hacia EEUU y la Unión Europea. Esta fragmentación del proceso productivo ha sido una característica de la integración asiática.

¿Qué elementos han contribuido a esta notable profundización de los vínculos comerciales entre diferentes partes del mundo? Un primer conjunto de factores lo constituyen las mejoras y el abaratamiento de las *interconexiones* entre economías:

1. Un aspecto fundamental en este sentido ha sido la continua reducción de los costes de transporte en los últimos 30 años, en los que el transporte marítimo se ha abaratado en torno a un 25% y el transporte aéreo en un 50%. A ello hay que añadir las mejoras de productividad y

eficiencia que se han generado por el uso de *containers*: un objeto que se ha convertido en parte de nuestro paisaje.

2. Sin embargo, en la era de las tecnologías de la comunicación, más importante que el abaratamiento del transporte físico de mercancías ha sido la drástica reducción de los costes de procesamiento y transmisión de la información, que se han reducido prácticamente a cero.

3. Un tercer elemento, igualmente determinante del aumento del comercio, han sido las tendencias liberalizadoras de los gobiernos, que han permitido una paulatina reducción de barreras administrativas y arancelarias, y se han traducido en una explosión del número de acuerdos de libre comercio, a partir de la década de los años 90.

Por otra parte, si bien los flujos comerciales son un aspecto fundamental de la globalización real, ésta también ha implicado una creciente internacionalización de la oferta y de la demanda de mano de obra. Por el lado de la oferta, es fácil constatar el creciente flujo de inmigración que han recibido los países de la OCDE, y que, medido como porcentaje de la población residente, se ha más que triplicado en los últimos 25 años. En algunas economías de la OCDE, como España, el balance entre inmigrantes y emigrantes ha cambiado radicalmente de signo, y ha pasado a estar del lado de la recepción neta de nuevos trabajadores. En definitiva, el porcentaje de inmigración directa en las economías avanzadas representa en torno al 8% de su fuerza laboral.

Por el lado de la demanda, el desarrollo de nuevas tecnologías, especialmente en las comunicaciones, y la reducción de las barreras al comercio, han permitido la fragmentación de la cadena productiva y la localización de algunas etapas lejos de los mercados objetivo. Ello ha aumentado la demanda de mano de obra en algunos países que cuentan con una ventaja comparativa en los sectores más propensos a esta fragmentación.

Sin embargo, a pesar del incremento de los flujos migratorios y de la creciente deslocalización de la actividad, lo cierto es que el comercio internacional de bienes sigue siendo el canal más importante de globalización de la fuerza laboral. El notable aumento de la apertura comercial, al que me refería hace un momento, ha permitido que en los últimos 25 años la fuerza laboral global –es decir, aquella que trabaja en sectores relacionados con la exportación– se haya cuadruplicado. Consistente con el fuerte incremento de la apertura comercial del este de Asia, ésta zona ha aportado la mitad de ese aumento de la fuerza laboral global.

La globalización financiera

El segundo ámbito del proceso de globalización al que me voy a referir es la mayor integración financiera entre las economías, que se ha acelerado notablemente desde el comienzo de la década de los 90. Desde entonces se ha apreciado un rápido incremento simultáneo de los

activos y pasivos internacionales en la mayor parte de las economías, pero especialmente en las industrializadas. Así, las economías avanzadas pasaron de tener unos activos exteriores equivalentes al 25% del PIB, aproximadamente, en 1970, a triplicar ese porcentaje en 20 años, para volver a triplicarlo pasados tan sólo 15 años más. En definitiva, los activos exteriores alcanzan ahora el 225% del PIB de las economías más desarrolladas, mientras que en las economías emergentes se ha producido un incremento también muy intenso, aunque hasta un nivel sensiblemente menor.

¿Podemos encontrar alguna interrelación entre globalización real y globalización financiera? La respuesta es sí, y a tres niveles.

En primer lugar, algunos de los factores que han propiciado el aumento de la integración comercial, como la reducción de los costes de adquisición y difusión de la información, están también detrás de la reducción de los costes de transacción en activos financieros. Por citar un ejemplo que puede dar una idea de la facilidad para el intercambio de información: el coste de una llamada telefónica transatlántica entre Londres y Nueva York, una vez descontado el efecto de la inflación, es ahora 20 veces inferior al de hace 25 años, ¡y 130 veces inferior al de hace 35 años!.

En segundo lugar, al igual que en el caso del incremento de los flujos comerciales, el esfuerzo deliberado de los gobiernos por reducir los controles sobre los movimientos de capitales ha supuesto un estímulo crucial para el incremento de flujos de capitales. Las economías industrializadas, que como he mencionado anteriormente han sido las que más han aumentado sus activos exteriores, constituyen un buen ejemplo de este efecto: si hace 30 años casi cuatro de cada cinco países de este grupo mantenía algún control sobre los flujos financieros, en el año 2000 todas habían eliminado completamente esos controles. En contraposición, alrededor de la mitad de las economías emergentes mantiene todavía algún tipo de control de capital.

La globalización y la fase expansiva reciente

La aceleración del proceso de globalización desde los años 90 ha ido acompañada de un sólido crecimiento de la economía mundial, sólo interrumpido por un breve período de estancamiento –de poca intensidad– al inicio de la década actual. En 2007, la economía global está creciendo en torno al 5% por quinto año consecutivo, prolongando el ciclo expansivo más largo desde mediados de los años sesenta. En el momento actual se plantean algunas dudas sobre la continuidad de este período tan positivo, pero antes de ocuparme de esta cuestión, me gustaría caracterizar esta fase expansiva y relacionarla con la globalización.

La primera característica destacable es que el fuerte crecimiento se ha generalizado a la inmensa mayoría de los países. En segundo lugar, este crecimiento ha ido acompañado de un repunte de la productividad, especialmente en Estados Unidos y algunas áreas emergentes, mientras que

Europa se ha quedado rezagada en este aspecto. En tercer lugar, la economía global ha demostrado una enorme resistencia a las múltiples perturbaciones que ha sufrido en esos años, en particular, al incremento de los precios del petróleo, que se han triplicado desde 2003. Esta circunstancia hace más notable un cuarto rasgo relevante: el mantenimiento de la inflación en tasas moderadas, a pesar de los elevados niveles de utilización de la capacidad.

La globalización ha condicionado las características de este ciclo expansivo por diversas vías:

1. Una de las principales es el impacto de la globalización sobre el avance de la productividad y, por tanto, sobre el crecimiento potencial. La globalización fomenta la competencia y, a través de ella, las mejoras de eficiencia y la innovación. El desarrollo de redes comerciales ha permitido mejorar la distribución mundial del empleo y reestructurar los procesos productivos, aumentando la eficiencia y permitiendo el aprovechamiento de economías de escala, factores, todos ellos, que contribuyen a incrementar la productividad.

La globalización financiera y, en particular, el incremento de los flujos de inversión extranjera directa han complementado estos efectos, facilitando la transferencia de tecnologías desde los países desarrollados hacia las economías en desarrollo. La apertura financiera amplía las posibilidades de financiación de la inversión productiva y fomenta la adopción de mejores prácticas en el gobierno corporativo, elementos que refuerzan el atractivo inversor de los países en un marco de mayor competencia.

Las ganancias de productividad ayudan a explicar que en estos últimos años se hayan alcanzado ritmos de crecimiento sostenible elevados, sin generar grandes tensiones en los precios, y que se haya producido un crecimiento simultáneo de los beneficios y de los salarios reales. Por ello, la reciente desaceleración que ha experimentado la productividad en EEUU ha suscitado la cuestión de si ese menor crecimiento de la productividad es temporal o permanente. Y se han identificado algunos factores que apoyarían la idea de una desaceleración permanente: la pérdida de impulso en la introducción de nuevas tecnologías, los escasos avances en el proceso de liberalización del comercio internacional (con el estancamiento de la Ronda de Doha) y el creciente proteccionismo. En la misma dirección irían el envejecimiento poblacional –que supone el alejamiento del mercado laboral de capital humano con elevada experiencia y tiende a generar desajustes entre oferta y demanda de empleo–, el agotamiento de los recursos naturales y el cambio climático, que elevan los costes de producción.

2. En segundo lugar, la globalización ha tenido un impacto muy importante sobre los precios relativos, a nivel mundial, y sobre la dinámica de la inflación.

El fuerte crecimiento de la demanda de materias primas, sobre todo por parte de las economías emergentes, ha provocado una notable elevación de sus precios: ya mencioné que el precio del

petróleo se multiplicó por tres desde 2003, igual que los precios de los metales industriales, mientras que los precios de los alimentos casi se han duplicado. En sentido contrario, la intensa penetración en los mercados mundiales de los bienes y servicios procedentes de estas economías que tienen costes de producción más reducidos, ha presionado a la baja los precios de los productos manufacturados y de otros bienes comercializables.

Estas dos tendencias han dado lugar a un cambio sustancial de los precios relativos de estos productos, cuyo impacto sobre la tasa de inflación ha sido reducido: en efecto, la evidencia apunta a que el efecto neto en la inflación de las economías desarrolladas ha sido ligeramente negativo, en torno a dos décimas de punto porcentual por año en el período 2000-2005.

Además, estos efectos tenderán a reducirse de forma gradual en el futuro: por ejemplo, los precios de importación de las manufacturas chinas ya han dejado de caer en la zona del euro y han empezado a aumentar en EEUU. No obstante, dado que el nivel de los precios de las manufacturas asiáticas es comparativamente bajo, el aumento de su penetración en los mercados mundiales continuará ejerciendo presiones a la baja sobre los precios durante algún tiempo.

Pero, más allá de estos cambios en los precios relativos, con reducidas consecuencias sobre la tasa de inflación, la globalización ha generado cambios en la dinámica de formación de los precios que pueden ser permanentes. La mayor competencia e integración de los mercados de productos y factores abre las puertas a una mayor influencia de los factores globales en la formación de precios y salarios, en relación con las condiciones internas de la economía. Las presiones competitivas han sido más notorias en el mercado laboral, donde los procesos de deslocalización y fragmentación de la producción, y la creciente competencia de bienes procedentes de países con costes laborales muy inferiores han tendido a favorecer la flexibilización de los mercados laborales y la contención de las presiones salariales en los países desarrollados.

En todo caso, aunque la globalización puede haber facilitado el control de la inflación, no hay que olvidar que esta es, en esencia, un fenómeno monetario, y que el papel de las políticas monetarias y la credibilidad acumulada por los bancos centrales en las últimas décadas han sido determinantes en la consecución de una inflación reducida.

3. En tercer lugar, la globalización financiera y la creciente integración de los mercados de capitales –al aumentar las posibilidades de diversificación del riesgo y de asignación eficiente de los flujos de capital– han contribuido al mantenimiento de unas condiciones financieras favorables, que es una de las bases de la etapa más reciente de crecimiento de la economía mundial. Por supuesto, otros factores que también han contribuido a ello, como la moderación de la volatilidad macroeconómica y la caída en las primas de riesgo por plazo, pueden ser atribuidos, en parte, a unas políticas macroeconómicas más disciplinadas. Y, probablemente, la mayor disciplina de las políticas también ha venido inducida, al menos en parte, por la propia globalización.

Pero la globalización financiera está también detrás de algunos de los rasgos distintivos de esta fase expansiva que más interrogantes plantean de cara al futuro.

1. Por una parte, la mayor libertad de movimientos de capitales ha hecho que los inversores reduzcan su natural predisposición a invertir dentro de sus fronteras. Esta característica, comúnmente conocida como sesgo doméstico (o *home bias*), explica la estrecha correlación que se ha observado a lo largo del tiempo entre ahorro e inversión por países. Como el saldo por cuenta corriente es igual a la diferencia entre el ahorro y la inversión, la reducción del sesgo doméstico supone que, en principio, las economías pueden financiar más fácilmente –y a menor coste– su déficit exterior.

Sea como fuere, lo cierto es que el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos se ha ampliado hasta cifras muy importantes en esta fase expansiva (6,2% del PIB en 2006). Este déficit está siendo financiado por flujos de capitales procedentes, principalmente, de los países emergentes. En particular, los países asiáticos, con China a la cabeza, y los exportadores de petróleo han tendido a ampliar sus superávits. Este patrón de saldos exteriores resulta, en principio, paradójico, pues, en general, los países en vías de desarrollo deberían ser receptores netos de capital y los países desarrollados, exportadores netos.

La acumulación y persistencia de los desequilibrios globales ha sido un rasgo muy marcado de los últimos años: medida en dólares de 2006, la suma de los déficit y superávit por cuenta corriente ascendía, en los años noventa, a 400 mm de dólares, como término medio, mientras que en los últimos dos años se ha disparado por encima de los 1200 mm. Estos desequilibrios tan amplios han constituido una fuente de preocupación constante en los últimos años, pues mostraban que los Estados Unidos necesitaban recibir cantidades ingentes de capitales exteriores para mantener su crecimiento. Una menor predisposición del resto del mundo a aportar esos flujos de capital podría causar un ajuste brusco del coste de financiación del déficit, a través de los tipos de interés a largo plazo y/o del tipo de cambio del dólar, que son variables fundamentales para la estabilidad financiera mundial.

2. Por otra parte, al hilo de la liberalización e intensificación de los flujos de capitales, y en un entorno de estabilidad macroeconómica y elevado crecimiento, la innovación financiera se ha intensificado y han aparecido múltiples instrumentos de inversión, negociables a escala global y orientados a satisfacer la demanda de inversores cada vez más sofisticados. Este conjunto de circunstancias ha generado unas condiciones de liquidez muy holgadas a escala global, alimentadas, además, por los amplios y crecientes excedentes de capital de los países emergentes. La búsqueda de la rentabilidad, a veces a costa de una relajación de la cautela de los inversores, se ha intensificado, llevando en ocasiones a una valoración poco prudente de los riesgos implícitos en las inversiones, en especial, en aquellos productos más sofisticados.

Las turbulencias financieras que se iniciaron este verano pueden interpretarse como la corrección de algunos excesos a los que ha dado lugar la rápida innovación financiera. Después de unos años extraordinariamente favorables, de elevado crecimiento con inflación moderada, el año 2007 podría marcar un punto de inflexión en la evolución económica mundial. Pero aun no lo sabemos. Lo único que sabemos, en este momento, es que ha aumentado la incertidumbre.

Los factores de riesgo

¿Qué factores han supuesto este súbito aumento de la incertidumbre? Podemos identificar cuatro: la desaceleración económica en Estados Unidos, las turbulencias en los mercados financieros, el reajuste de los tipos de cambio y el aumento del precio del petróleo.

1. La desaceleración de la economía estadounidense ha tenido su origen en el ajuste del mercado inmobiliario, sin que por el momento se haya extendido a otros sectores de la economía. Desde comienzos de 2006, la inversión residencial ha venido restando, en media, más de un punto porcentual al crecimiento, y la situación se ha agravado progresivamente al intensificarse la caída de los precios de la vivienda, que podría alcanzar un -10% en 2008.

El principal riesgo en estas circunstancias es que la debilidad del mercado inmobiliario se transmita a las decisiones de consumo de las familias norteamericanas y, eventualmente, al empleo. Hasta ahora, los efectos negativos sobre la riqueza inmobiliaria han sido parcialmente compensados por la evolución positiva del mercado bursátil. Sin embargo, si persisten las turbulencias en los mercados financieros y acaban afectando a las condiciones de crédito, la evolución del consumo podría verse comprometida, abriéndose con ello la posibilidad de una desaceleración intensa en EEUU.

2. Las turbulencias en los mercados financieros internacionales, que se desencadenaron en los meses de julio y agosto, han tenido su origen también en el mercado inmobiliario de Estados Unidos, concretamente en el mercado de las hipotecas *sub-prime*, concedidas a clientes con alto riesgo crediticio. Esas hipotecas se han comercializado a todo el mundo a través de productos financieros estructurados, cada vez más complejos. A medida que los datos de morosidad hipotecaria iban elevándose, ha aflorado una creciente incertidumbre sobre el valor de tales productos y de otros instrumentos financieros de naturaleza similar, que han proliferado al hilo del proceso de innovación financiera.

El hecho de que instituciones financieras de todo el mundo, y en especial de algunos países desarrollados, hayan acumulado cantidades muy significativas de estos productos estructurados, colateralizados con hipotecas *sub-prime*, ha generado incertidumbre sobre la verdadera magnitud de estas exposiciones, y ha hecho que, finalmente, las perturbaciones financieras se hayan transmitido a los mercados monetarios en los que esas instituciones consiguen liquidez,

entorpeciendo seriamente su funcionamiento. Los principales bancos centrales, entre ellos el Banco Central Europeo, actuaron rápidamente para inyectar liquidez en los mercados monetarios, pero las tensiones persisten.

Es difícil adelantar cuanto durará esta situación, pero, sus consecuencias sobre las condiciones de financiación podrían ser importantes. De hecho, las encuestas de opinión ya están anticipando, tanto en Europa como en Estados Unidos, un cierto endurecimiento de las condiciones de crédito por parte de los intermediarios financieros.

3. El deterioro de las perspectivas económicas de Estados Unidos y las turbulencias financieras han afectado notablemente al dólar, que se ha depreciado rápidamente frente a la gran mayoría de divisas. Este episodio de depreciación se inscribe en una tendencia casi ininterrumpida desde 2002 de forma que la depreciación acumulada desde ese año es superior al 30%, en términos efectivos nominales. La aceleración de este proceso desde agosto ha supuesto una pérdida de valor superior al 5% en estos últimos meses, más del 9% frente al euro.

La depreciación del dólar mejora la competitividad de EEUU y tiene, por esta vía, un impacto expansivo a corto plazo, que, al mismo tiempo, contribuye a reducir el déficit por cuenta corriente y a corregir los desequilibrios globales. Sin embargo, sería deseable que el ajuste del dólar recayera en mayor medida en las monedas de los países que tienen los mayores excedentes por cuenta corriente.

4. El cuarto factor relevante a considerar es el continuado incremento del precio del petróleo, que ya roza su máximo histórico en términos reales así como el de otras materias primas. La razón de estos aumentos se encuentra en el empuje tendencial de la demanda, en buena medida proveniente de economías emergentes (Asia y Medio Oriente) y el sostenido incremento de su renta *per cápita*. La mayor demanda de los emergentes no puede ser atendida adecuadamente por la oferta, que muestra una escasa elasticidad respecto al precio. Los elevados precios del petróleo no sólo suponen un lastre adicional sobre la actividad en los países importadores, sino que tienden a alimentar las presiones inflacionistas.

En esta tesitura, la pregunta es qué pueden suponer todos estos factores sobre el devenir de la economía mundial a corto y medio plazo. Aunque la incertidumbre es elevada y todos los elementos mencionados podrían dar suficientes argumentos a los pesimistas, es importante considerar la situación con una cierta perspectiva. Porque, como se habrán dado cuenta, de lo que he expuesto en la primera parte de mi intervención se pueden rescatar también un buen número de argumentos para alimentar un cierto optimismo.

En primer lugar, como ya he subrayado, venimos de un período elevado crecimiento en Estados Unidos, por encima de lo que se puede considerar su crecimiento potencial, de forma que una

cierta desaceleración es consistente con la evolución cíclica de esta economía, su retorno a tasas de crecimiento más sostenibles, y, en un contexto de debilidad del dólar, con la corrección de los desequilibrios globales acumulados en la última década.

En segundo lugar, el mundo es cada vez más multipolar y la economía global podría contar con motores alternativos al de la economía norteamericana. Probablemente sigue siendo cierto que cuando Estados Unidos se resfría, el resto del mundo estornuda, pero el creciente peso de las economías emergentes puede contribuir a sostener la demanda global. El hecho de que las previsiones de los países emergentes no se hayan visto apenas recortadas hasta el momento, abona esta tesis.

En tercer lugar, cabe esperar que las presiones competitivas asociadas a la globalización hayan hecho más flexible el comportamiento de las economías, aumentando su capacidad para hacer frente a perturbaciones negativas, con menores costes en términos de actividad o empleo.

En cuarto lugar, a pesar de que los acontecimientos recientes han puesto en evidencia algunas deficiencias y excesos en el funcionamiento de los mercados financieros, los fundamentos del sistema financiero global siguen siendo sólidos. La base de capital de los intermediarios financieros es, en general, robusta, los balances bancarios están saneados después de una sucesión de ejercicios muy favorables, las oportunidades de negocio se han ampliado y los riesgos están altamente diversificados, tanto en términos sectoriales como geográficos. Una parte de esta solidez se debe, sin duda, a los beneficios derivados de la globalización financiera.

En quinto lugar, la creciente internacionalización de las empresas permite compensar las malas épocas en un mercado con mejores momentos que otros, contribuyendo así a la diversificación de riesgos y, en una situación como la actual, a mitigar el impacto de una eventual desaceleración de la actividad en Estados Unidos.

Como corolario de esta lista de argumentos, cabe recordar que el ajuste actual constituye, en parte, la corrección necesaria de algunos de los excesos y desequilibrios generados en la larga fase expansiva, que debe llevar a una normalización de las primas de riesgo y a unas condiciones de liquidez menos holgadas. También contribuirá a incrementar la cautela –y la vigilancia de los reguladores- sobre el desarrollo de nuevos instrumentos financieros, con características de riesgo poco definidas.

Papel y retos de los bancos centrales

He querido dejar para el final de mi intervención la reflexión sobre los retos a los que se enfrentan los bancos centrales en el momento actual, como garantes de la estabilidad de precios y de la

estabilidad financiera. Pero antes, me referiré brevemente a los efectos de la globalización sobre el ámbito de actuación de los bancos centrales.

La globalización -sobre todo la integración comercial y la aparición de una fuerza laboral global- ha facilitado la labor de los bancos centrales en la consecución de una mayor estabilidad de precios, no sólo contribuyendo a moderar la tasa de inflación, sino también fomentando la competencia y obligando a disciplinar las políticas macroeconómicas, incluida la monetaria, a través de la mayor movilidad de capitales.

Sin embargo, en otra perspectiva, la globalización ha dificultado la tarea de los bancos centrales, al aumentar la incertidumbre sobre una serie de aspectos que son muy relevantes para sus decisiones. Efectivamente, con la globalización, el conjunto de información que deben manejar y procesar las autoridades monetarias se ha hecho más amplio, complejo y cambiante. Además, los cambios en el comportamiento de consumidores y empresas y la mayor exposición de las economías a perturbaciones externas, hacen que los datos y las relaciones de comportamiento históricas proporcionen ahora una guía menos precisa en la toma de decisiones de política monetaria.

Un buen ejemplo de cómo los cambios en las relaciones de comportamiento generan un entorno de decisión más incierto lo constituye el aplanamiento que parece haber experimentado la curva de Phillips, es decir, la relación entre la inflación y el desempleo nacionales. El aplanamiento refleja cómo, en los últimos tiempos, las reducciones del desempleo han venido acompañadas de menores incrementos de la inflación o, incluso, han sido compatibles con una inflación más reducida. Hay diferentes argumentos que podrían explicar este aparente aplanamiento de la curva de Phillips: una primera posibilidad es que, como argumentan algunos economistas, el comportamiento de la inflación dependería ahora en mayor medida de las condiciones o las brechas de producción globales que de las nacionales. También es posible que el incremento de las presiones competitivas derivado de la globalización haya desplazado la curva hacia abajo, implicando que tasas de desempleo más reducidas son ahora consistentes con un mismo nivel de inflación.

Pero el desplazamiento de la curva podría reflejar, asimismo, un mejor anclaje de las expectativas de inflación debido a la mayor credibilidad de la política monetaria en el mantenimiento de la estabilidad de precios. Esta última explicación es consistente con el hecho de que el aplanamiento en las curvas de Phillips comienza a producirse a partir de los años ochenta, cuando los bancos centrales se posicionaron activamente contra la inflación, mucho antes del despegue de la globalización observado en los noventa.

La globalización financiera también ha contribuido a hacer más compleja la tarea de los bancos centrales, al favorecer la generación de unas condiciones globales de amplia liquidez. Esa liquidez

global influye en las condiciones financieras internas, e interacciona con la actuación de los bancos centrales sobre esas mismas condiciones de financiación. En los años más recientes, la abundante liquidez a nivel global se ha reflejado en una cierta desconexión entre los tipos de interés a corto plazo –que el banco central determina a través de sus decisiones de política monetaria y su actuación en los mercados– y los tipos a largo plazo. En el caso particular de EEUU, esta desconexión se ha traducido en la persistencia de tipos a largo plazo muy bajos, en relación con la fortaleza de expansión económica, fenómeno que fue bautizado como *conundrum* por el anterior presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan.

Todos estos elementos implican que la globalización financiera ha afectado al mecanismo de transmisión monetaria tradicional: la mayor movilidad de capital, la innovación financiera y la internacionalización de las instituciones financieras han supuesto cambios importantes en el modo en el que las decisiones de política monetaria afectan a las condiciones financieras internas, añadiendo una dificultad adicional a la labor de los bancos centrales.

En Europa, el proceso de globalización ha coincidido con la creación de la Unión Monetaria –un ejemplo prominente de intergración financiera regional. El proceso de unificación monetaria constituye un cambio fundamental sobre los mecanismos de transmisión monetaria, por lo que el desafío para las autoridades del Eurosistema ha sido aún mayor.

En definitiva, la globalización ha tenido efectos mixtos sobre el entorno de la política monetaria, aumentando la incertidumbre y la complejidad en la toma de decisiones, pero contribuyendo también al mantenimiento de bajas tasas de inflación y apoyando, por tanto, la ganancia de credibilidad antiinflacionista de los bancos centrales.

¿Qué supone en la práctica el actual aumento de la incertidumbre en la gestión de la política monetaria? En primer lugar, las autoridades monetarias deben tener más en cuenta el entorno global y un corolario de esta afirmación es la importancia, cada vez mayor, del diálogo entre bancos centrales, que tiene lugar regularmente en foros como el Banco Internacional de Pagos, el Fondo Monetario Internacional, o los distintos G's.

En segundo lugar, es preciso extremar la cautela y tomar en consideración la posibilidad de que sucedan eventos poco probables pero con graves consecuencias potenciales. Esto significa que pueden ser preferibles medidas de política monetaria que reduzcan las distorsiones si ese escenario menos favorable se materializa, que medidas óptimas, adoptadas exclusivamente en función del escenario central.

Por último, una mayor incertidumbre refuerza la necesidad de que los bancos centrales se reafirmen en el objetivo de mantener la estabilidad de precios. De este modo, se evita el riesgo de que la necesaria atención que se debe dar en estos momentos a la evolución de las turbulencias

financieras en la toma de decisiones de política monetaria sea interpretada erróneamente, como un menor celo antiinflacionista y pueda desanclar las expectativas de inflación, añadiendo un factor adicional de volatilidad e incertidumbre.

Estas consideraciones son especialmente relevantes tras la profunda transformación del escenario de la política monetaria que se ha producido en la segunda mitad de 2007. De repente, las consideraciones sobre la mayor incertidumbre y complejidad de la política monetaria en el nuevo contexto de globalización, que habían ocupado nuestras discusiones teóricas en los últimos años, se han plasmado repentinamente en nuestra realidad cotidiana.

Debemos reconocer que la gestión de las políticas monetarias se enfrenta en la coyuntura actual a importantes desafíos. En el caso del área del euro, como en muchos otros países desarrollados, se ha producido una revisión a la baja de las previsiones de crecimiento económico, en paralelo con un alza en las perspectivas de inflación. Estas revisiones han sido moderadas, pero los riesgos están fuertemente sesgados en ambas direcciones. En el caso del crecimiento, la posibilidad de desaceleración de EEUU y las turbulencias financieras sitúan los riesgos a la baja. Y en lo que se refiere a los riesgos sobre la inflación, se sitúan al alza por el incremento del precio del petróleo y los alimentos, y por los posibles efectos de segunda ronda, que se podrían derivar de un aumento de la inflación, que, aunque transitorio, puede durar los suficientes meses como para alterar las expectativas de inflación. Además, puede anticiparse una situación de restricción de las condiciones de financiación, en un contexto en el que la normalización del mercado monetario puede llevar tiempo.

Todo ello ha llevado al Eurosistema a interrumpir el proceso de subidas de tipos de interés iniciado en 2005, a la espera de tener una valoración más precisa de la situación. Así, a pesar de confirmarse la presión a corto plazo sobre los precios y la existencia de riesgos al alza sobre la estabilidad de precios a medio plazo, la situación de incertidumbre en los mercados financieros junto a la ausencia por el momento de efectos de segunda ronda derivados de la inflación ha llevado al BCE a mantener los tipos de interés oficiales en sus últimas reuniones.

Al mismo tiempo, los bancos centrales, como responsables del buen funcionamiento del mercado monetario, han tenido que realizar inyecciones de liquidez extraordinarias. Estas operaciones no han supuesto un mayor grado de holgura en las condiciones monetarias del área del euro y por tanto no han alterado el tono de la política monetaria cuya principal responsabilidad, que conviene reiterar en las actuales circunstancias, es preservar la estabilidad de precios en el medio plazo

Por tanto, el Banco Central Europeo sigue con celo las directrices que he apuntado anteriormente: actuar con cautela y apoyar la normalización de las condiciones financieras, pero subrayando el continuado compromiso con la estabilidad de precios y la disposición a actuar para asegurar que los riesgos para ese objetivo en el medio plazo no se materialicen y que las

expectativas de inflación permanezcan firmemente ancladas. Este anclaje de las expectativas en niveles consistentes con la estabilidad de precios es un requisito fundamental para que la política monetaria del Eurosistema contribuya al crecimiento sostenido, al buen funcionamiento de los mercados y a la creación de empleo en el área del euro. Dicha estabilidad es ahora más necesaria que nunca, cuando estamos confrontando la situación más compleja e incierta de los últimos años.

Muchas gracias.