

Las Palmas, 31 de marzo de 2008

**La economía internacional: evolución reciente y perspectivas**

La economía en la encrucijada: perspectivas a medio y largo plazo.  
Real Sociedad Económica de Amigos del País

**Miguel Fernández Ordóñez**  
Governador del Banco de España

La economía mundial atraviesa tiempos de incertidumbre y preocupación en los que las autoridades económicas están teniendo que hacer frente a una situación de rápido deterioro financiero hasta límites que hace poco tiempo eran casi impensables, en un contexto de creciente complejidad de las relaciones económicas y financieras globales. Son también tiempos de aprendizaje acelerado para los que seguimos de cerca estos acontecimientos y estamos implicados en facilitar una salida lo menos costosa posible a los desafíos que tiene planteados la economía mundial. Una vieja y ambigua maldición china reza: 'Ojalá vivas tiempos interesantes', dando a entender que lo cómodo es aburrido pero lo interesante es siempre arriesgado. Estos son, sin duda, tiempos difíciles pero también interesantes.

Hasta el desencadenamiento de la turbulencia financiera de agosto pasado, la economía mundial vivió un período de poco interés en el sentido que acabo de señalar, caracterizado por un elevado crecimiento, una evolución moderada de la inflación y un comportamiento muy favorable de los mercados financieros. Los resultados del año 2007 son buena prueba de ello. En efecto, el crecimiento global volvió a situarse en tasas elevadas, en el entorno del 5%, completando el período de cuatro años de crecimiento mundial medio más elevado desde la década de los años 60: un 4,8%, mezcla de un avance del 2,9% en las economías avanzadas y del 7,5% en las economías emergentes. Además, esta fase de crecimiento ha sido generalizada, de modo que la inmensa mayoría de los países han mejorado sus niveles de renta per cápita, muchos de ellos de manera sustancial. Es difícil encontrar un período en la historia económica reciente en que se haya dado una situación similar.

El cambio radical producido en el panorama económico y financiero internacional a partir del verano pasado no se ha derivado tanto de la maduración natural del ciclo económico en las economías avanzadas, y, en particular, en Estados Unidos, - lo que hubiera sido razonable esperar -, sino del desencadenamiento de unas turbulencias en los mercados financieros, que han alcanzado una profundidad y una trascendencia difíciles de prever, más allá de cuál haya sido su origen concreto. Sin embargo, aunque esta perturbación ha colocado a la economía global en un momento delicado, la exposición de las distintas áreas económicas a sus efectos no ha sido la misma, al menos en el punto de partida, y seguramente será también distinta en el desarrollo futuro de la crisis.

En concreto, la suerte de la economía española en una coyuntura tan marcada por los acontecimientos globales está ligada, incluso más que en tiempos tranquilos, a su pertenencia a la zona del euro y al papel que esta zona está teniendo en el desarrollo de la turbulencia a nivel mundial. Y la salida de esta crisis vendrá determinada en buena medida por las decisiones de política económica que se adopten en el plano mundial y en el europeo, en particular. Por ello, me

ha parecido oportuno dedicar mi intervención de hoy a analizar el impacto de la perturbación financiera sobre las condiciones de crecimiento y las perspectivas de las diferentes áreas económicas, dedicando especial atención a las economías desarrolladas, donde se ha situado su epicentro, pero sin olvidar a las economías emergentes, que hoy en día representan casi el 50% del PIB mundial.

#### DE LA MADURACION DEL CICLO...

Las economías industrializadas contribuyeron al dinamismo de la economía global en 2007 por encima de lo que se esperaba al comienzo del año, dada la avanzada posición cíclica en la que se encontraban algunas de ellas. Este es particularmente el caso de Estados Unidos, donde se esperaba que el ajuste en el sector inmobiliario, iniciado en 2006, comenzara a lastrar al resto de la actividad, principalmente a través de los efectos riqueza. Sin embargo, el impacto de ese ajuste sobre el empleo y el consumo no comenzó a observarse hasta el último trimestre del año pasado. A partir de ese momento, se produjo una flexión a la baja en las tasas de crecimiento, a la que contribuyó también la caída de la confianza que estaba afectando a los agentes económicos – empresas y familias- como consecuencia de la turbulencia.

Por su parte, las economías emergentes siguieron creciendo en 2007 a tasas muy elevadas, similares a las del año anterior y también por encima de las esperadas, con el apoyo de una demanda interna cada vez más robusta, al tiempo que consolidaban la mejora de sus fundamentos económicos. Además, el impacto de la turbulencia sobre estas economías ha sido, hasta ahora, limitado, de forma que, en conjunto, fueron responsables de un 70% del crecimiento mundial en 2007.

En el frente de la inflación, el comportamiento moderado de los precios de consumo durante los últimos años se ha visto amenazado por el continuo incremento de los precios de las materias primas tanto energéticas, como, de modo muy destacado en 2007, alimenticias. Las presiones sobre los precios se hicieron especialmente evidentes a partir de la segunda mitad del año y de modo bastante generalizado. No obstante, a pesar del repunte en las tasas generales de inflación, la inflación subyacente se mantuvo estable y las expectativas de inflación ancladas. Sólo en los meses más recientes se ha observado un alza en las expectativas en aquellos países que, como Estados Unidos, han adoptado una política monetaria muy agresiva para hacer frente a la desaceleración económica.

Durante la primera parte de 2007, a pesar de la maduración del ciclo económico global y de que la corrección en el mercado inmobiliario norteamericano representaba un riesgo evidente para la evolución de esta economía y su mercado hipotecario, los mercados financieros mundiales mantuvieron un comportamiento muy favorable. Las condiciones de financiación continuaron siendo acomodaticias en prácticamente todos los segmentos y los flujos de capitales siguieron

fluyendo, en cuantías no registradas con anterioridad, hacia las economías emergentes: en 2007, superaron los 600.000 millones de dólares casi el triple que el año anterior. Incluso los desequilibrios globales, que se habían venido ampliando en los años previos de la fase expansiva, apuntaban una corrección moderada, apoyada en el menor crecimiento relativo de Estados Unidos y en la depreciación del dólar.

#### ... A LA TURBULENCIA FINANCIERA

Las turbulencias que surgieron a partir de agosto quebraron de forma brusca el comportamiento tan favorable de los mercados financieros en la primera parte del año, poniendo de manifiesto riesgos sustanciales sobre la prolongación del ciclo expansivo a nivel mundial y, especialmente, en las economías desarrolladas. No obstante, el desencadenamiento abrupto de este episodio de perturbaciones financieras no significa que fuera totalmente inesperado, pues las semillas de este ajuste se habían sembrado durante los años de bonanza.

En los últimos cinco años, la reducida volatilidad que caracterizó la evolución de las principales magnitudes económicas – crecimiento e inflación, la abundancia de liquidez y las condiciones holgadas de financiación que prevalecieron en los mercados, dieron lugar a una búsqueda generalizada de rentabilidad y a un aumento notable del apetito por el riesgo, que se manifestaron en la compresión de las primas de riesgo y en la revalorización también generalizada de los activos reales y financieros. A su vez, los procesos de innovación financiera, estimulados por esa búsqueda de rentabilidad, dieron lugar al desarrollo de nuevos mercados y productos, permitiendo una gestión más activa y sofisticada de los riesgos y una mayor diversificación de éstos.

La diversificación y las mejoras en la gestión del riesgo deberían haber propiciado, en principio, una mejor asignación de los recursos financieros a escala global. Sin embargo, las holgadas condiciones de liquidez de los últimos años hicieron que, en el contexto de la expansión económica, se produjera una cierta relajación de la cautela de los inversores y se generaran incentivos hacia comportamientos poco prudentes por parte de algunos de ellos, llevando a una valoración inadecuada de los riesgos asumidos en los mercados financieros.

Desde 2004 en Estados Unidos y desde 2005 en la zona euro, las autoridades monetarias fueron respondiendo a esta situación de holgura financiera, abundante liquidez y maduración del ciclo económico con la retirada progresiva del estímulo monetario a las distintas economías, al tiempo que desde distintos foros internacionales se advertía de las tensiones y los riesgos que se estaban acumulando. La percepción de que las primas de riesgo no reflejaban los fundamentos subyacentes de los activos o la facilidad con la que se captaba liquidez, a pesar del endurecimiento de las condiciones monetarias, eran indicios de un desajuste que podría terminar abocando a una corrección más o menos intensa. Sin embargo, en la práctica no es fácil contener los posibles excesos de los mercados financieros sin perturbar gravemente su funcionamiento,

especialmente en situaciones en las que la innovación financiera hace particularmente impreciso el diagnóstico.

Fue en este contexto de exuberancia financiera cuando la crisis de las hipotecas de baja calidad (conocidas como *subprime*) en EEUU desencadenó el proceso de graves perturbaciones financieras que estamos atravesando en la actualidad. El hecho de que el segmento *subprime* del mercado hipotecario estadounidense apenas represente un porcentaje mínimo del volumen negociado en los mercados financieros mundiales contrasta con la profundidad, persistencia y generalización de las turbulencias, y pone en evidencia que este episodio es resultado de desajustes que trascienden, con mucho, las dificultades del mercado hipotecario norteamericano.

Así, la traslación de los problemas de este mercado al resto del sistema financiero, no sólo estadounidense sino mundial, se ha producido por la imbricación de las hipotecas *subprime* en una serie de instrumentos financieros complejos que se han desarrollado exponencialmente en los últimos años y que se han distribuido a través de los mercados financieros globales. La incertidumbre sobre la valoración de estos instrumentos, que incorporaban los riesgos asociados a las hipotecas *subprime* de un modo poco transparente, la difusión del riesgo a través del sistema financiero global y la exposición de entidades financieras a estos riesgos generaron una súbita escasez de liquidez en los mercados de crédito, que se extendió rápidamente a los mercados monetarios.

Los bancos centrales de las principales economías desarrolladas reaccionaron inyectando liquidez en los mercados interbancarios —en ocasiones de forma coordinada— y, paulatinamente, se produjo un cambio de signo en las perspectivas de política monetaria. No obstante, a pesar de estas medidas, el deterioro de la situación financiera ha persistido e, incluso, se ha intensificado. Dado el origen de la turbulencia, el cambio en el tono de la política monetaria ha sido particularmente marcado en Estados Unidos, aunque las restricciones crediticias al sector productivo y la incertidumbre prolongada han empezado a hacer mella en los indicadores del sector real de esta economía, de forma particularmente evidente en los primeros meses de 2008.

La incidencia y las implicaciones de este episodio de turbulencias financieras sobre el panorama económico global y sobre las perspectivas de las distintas áreas económicas están siendo, lógicamente, los principales puntos de discusión en los debates de economía internacional. La interconexión de los mercados financieros de los países desarrollados y su exposición creciente a los instrumentos estructurados de crédito disipó muy pronto la ilusión de que se pudieran mantener aislados de la turbulencia financiera. Por el contrario, el impacto sobre las economías emergentes ha sido, por el momento, limitado. La resistencia de estas economías ante la perturbación global y su peso creciente en el contexto mundial han hecho que, hasta el momento, se estén comportando como un motor alternativo de la economía global, que está amortiguando

la desaceleración global e incluso podría facilitar la reactivación económica de las economías industrializadas.

## PERSPECTIVAS

Dadas estas circunstancias, ¿cómo afronta el año 2008 la economía mundial? El escenario central prevé una desaceleración del PIB mundial hacia tasas de crecimiento en torno al 4%, casi un punto porcentual por debajo del registrado en 2007, pero todavía por encima del crecimiento promedio de las últimas décadas y, sin duda, muy alejado de una situación que pudiera considerarse de recesión a escala global. No obstante, este crecimiento medio encubre un comportamiento muy diferente de las distintas áreas económicas.

Por una parte, Estados Unidos, donde el escenario central incorpora una desaceleración notable, pero corta, con un crecimiento esperado inferior al 1,5%, frente al 2,2% de 2007; por otra el resto de economías desarrolladas, para las que se prevé una reducción significativa del crecimiento, hasta el entorno del 2%, unas tres décimas menos que el año anterior.

En cualquier caso, cabe subrayar que estas tasas medias de crecimiento previsto en las economías desarrolladas esconden un perfil de acusada desaceleración a lo largo del ejercicio. Un tercer polo lo forman las economías emergentes, donde el crecimiento se mantendría algo por debajo de los años anteriores, pero aún así muy robusto, con tasas del 7%, frente al 7,8% de 2007. En este último grupo de países hay que destacar el liderazgo de China que, a pesar de desacelerarse, seguiría creciendo a tasas en torno al 10%.

Este escenario central que, a pesar de su robustez, está siendo sometido continuamente a revisiones a la baja presupone que hay una serie de barreras de contención de la turbulencia que permitirían limitar su extensión entre diferentes sectores el real y el financiero y áreas geográficas, [lo que se ha venido a denominar 'decoupling' en inglés, que podríamos traducir en español por 'desemparejamiento' o 'divorcio']. Nos encontramos, no obstante, en una situación en la que las posibilidades de ruptura de estas barreras son elevadas, lo que significa que sobre el escenario central gravitan unos riesgos particularmente sesgados a la baja, y que se pueden sintetizar principalmente en tres:

El riesgo más inmediato, y que, de acuerdo con la evidencia reciente, parece que se está verificando con celeridad, es la posibilidad de una recesión en EEUU.

Pero el riesgo principal es, sin duda, que las graves turbulencias financieras desemboquen en una restricción severa y generalizada del crédito de escala global. Este riesgo que se considera, todavía, un evento poco probable, tendría repercusiones de primer orden sobre la actividad

mundial, pues cortocircuitaría los canales de intermediación financiera que sustentan el desarrollo de la actividad económica.

El último riesgo a tener en cuenta es la evolución del precio del petróleo y del resto de las materias primas, que tiene dos dimensiones: el impacto negativo sobre la actividad, que puede ser mayor en el actual contexto de desaceleración, y la presión sobre la inflación. Esta combinación de desaceleración de la actividad con mantenimiento de presiones inflacionistas está ya generando importantes dilemas de política monetaria y limitando la capacidad de los bancos centrales para apoyar la recuperación de la actividad económica.

Pasaré ahora a detallar las perspectivas de las distintas áreas económicas.

### 1.1 Estados Unidos

En Estados Unidos, las perspectivas para este año apuntan a una continuación del ajuste del sector inmobiliario y un mayor impacto de éste sobre la actividad, lo que, unido a los efectos de las turbulencias financieras sobre la disponibilidad de crédito, terminaría por generar una fuerte desaceleración en los primeros trimestres del año, quizás con tasas negativas de crecimiento en alguno de ellos. No obstante, el marcado activismo mostrado, tanto por parte de la política monetaria como de la política fiscal, debería apoyar la recuperación de la demanda a medida que avance el año.

Pero este escenario está sujeto a riesgos importantes, sobre todo al ser Estados Unidos el epicentro de las turbulencias financieras. El primero y principal es que las restricciones de financiación sean más severas, extendidas y duraderas que lo esperado, en la medida que los bancos no puedan reconstituir el capital necesario que les permita mantener la oferta de crédito y que los mercados de capitales mantengan su atonía.

Incluso si no se materializase esta contracción del crédito, el descenso de la actividad podría profundizarse más allá de lo esperado, por una caída más intensa y duradera del mercado inmobiliario en ese país o por un sustancial ajuste del empleo, que ya da muestras indudables de debilidad. Hay que tener en cuenta que vivienda y mercado de trabajo han sido los dos pilares sobre los que se ha asentado en EE.UU. el dinamismo de la demanda interna en los últimos cinco años. La pérdida de estos soportes podría provocar un fuerte ajuste del consumo.

### 1.2 El Resto de países desarrollados

El segundo polo de la economía mundial lo constituye el resto de economías desarrolladas, entre las que merece destacar, por su peso global, el Reino Unido, el área del euro y Japón. Es interesante constatar que los estrechos vínculos financieros transatlánticos ha provocado un

impacto relativamente elevado sobre la actividad económica en los primeros, mientras que Japón se ha mantenido relativamente poco afectado de una forma directa.

#### 1.2.1 Reino Unido

En el Reino Unido, el país que ha experimentado uno de los mayores impactos de las turbulencias aparte de Estados Unidos, se espera una fuerte desaceleración del crecimiento, probablemente incluso por debajo del 2% para el conjunto de 2008. Esta evolución se fundamenta en los efectos retrasados de la retirada del estímulo monetario en la primera parte de 2007, el efecto de las restricciones crediticias y la corrección en marcha en el mercado inmobiliario, tres factores que han empezado a lastrar el dinamismo de la demanda interna.

Como en el caso de Estados Unidos, el principal riesgo lo constituye también la posible intensificación de las perturbaciones, especialmente relevante para los británicos por el fuerte peso que tiene el sector financiero en la actividad económica de ese país. Asimismo, una corrección brusca y severa del mercado inmobiliario podría pesar en la riqueza de las familias y producir un ajuste intenso del consumo. Todo ello, en un contexto en el que la inflación se prevé que repunte notablemente.

#### 1.2.2 Japón

Por el contrario, en Japón el impacto ha sido escaso sobre el sector financiero y real, debido a la baja exposición de su sector bancario al segmento *subprime* en EEUU. Sin embargo, las perspectivas para 2008 también apuntan a una cierta ralentización de la actividad, a juzgar por el deterioro de la confianza de los consumidores y empresarios. Este deterioro se produce en un entorno en el que la economía japonesa no acaba de dejar atrás la deflación ni el largo período de bajo crecimiento económico de las últimas décadas, debido a la persistente atonía de la demanda interna. Por eso, quizá el principal riesgo a corto y medio plazo lo constituye el freno observado en el proceso de reformas estructurales.

#### 1.2.3 Área del Euro

En cuanto a las perspectivas de la zona del euro, que es nuestro entorno económico más próximo, a lo largo de los últimos meses se han ido materializando de manera progresiva algunos de los riesgos identificados previamente, como una desaceleración mayor de la esperada de la economía americana, la apreciación del euro o el encarecimiento del petróleo y de otras materias primas, además de la incidencia sobre la confianza y sobre las condiciones de financiación derivada de las tensiones financieras.

De este modo, hacia el final del año comenzaron a confirmarse los primeros síntomas de desaceleración y empezó también a configurarse un escenario de menor dinamismo, tras dos

años creciendo por encima del 2,5%. En cualquier caso, la economía de la zona euro cuenta con unos fundamentos sólidos para afrontar a medio plazo el cambio en el panorama económico, que se derivan de la favorable situación patrimonial de las empresas, del elevado ritmo de creación de empleo y del mayor peso del comercio con las áreas menos expuestas a la crisis financiera. Cabe esperar que tanto la demanda interna como la externa respalden la continuación del crecimiento del PIB real de la zona del euro, aunque a tasas sensiblemente inferiores a las del 2007. Sin embargo, como en el resto de países desarrollados, la incertidumbre sigue siendo elevada, por razones similares.

Por la importancia que tiene para las decisiones de política monetaria que afectan a nuestro país, quiero hacer énfasis en la evolución de los precios, que se ha situado en el 3,5% en enero del 2008, la tasa más elevada de los últimos años en la zona euro. Este dato refleja la existencia de fuertes presiones alcistas a corto plazo sobre la inflación, cuyo origen hay que situar, principalmente, en los incrementos de los precios de la energía y de los alimentos durante los últimos meses. De manera coherente con el carácter transitorio de este repunte, no se han observado hasta ahora efectos significativos de segunda ronda sobre los salarios y los precios y las expectativas de inflación a largo plazo permanecen ancladas en niveles compatibles con el objetivo de estabilidad de precios. Es previsible, por tanto, que aunque la inflación permanezca en tasas elevadas durante algunos meses, en la segunda mitad de 2008 comience una fase de progresiva reconducción hacia el nivel del 2%, si bien existen evidentes riesgos al alza. Entre ellos destacan la evolución incierta de los precios de las materias primas, el aumento de los márgenes empresariales en mercados con un reducido grado de competencia y, sobre todo, la posibilidad de que emerjan efectos generalizados de segunda vuelta en la fijación de salarios y precios.

### 1.3 Las economías emergentes

En cuanto a las economías emergentes, uno de los rasgos más llamativos de este episodio de turbulencias ha sido lo relativamente poco que han afectado a los activos financieros de estas economías, que en el pasado habían sido extremadamente proclives a acusar los vaivenes del apetito y la aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales. Es posible también que esa limitada transmisión de las perturbaciones a través del “canal financiero” hacia el conjunto de las economías emergentes pueda explicar que el crecimiento económico en la mayor parte de estas economías se haya mantenido hasta ahora inmune a una situación de profunda inestabilidad a nivel global. También es significativo que las previsiones de crecimiento no hayan sido apenas rebajadas y, aún más, que las políticas monetarias y financieras no hayan sido subordinadas a responder a las turbulencias, como era habitual en el pasado, para evitar fugas de capitales.

Dicho esto, parece difícil pensar que, si se materializa un escenario de fuerte ajuste en el crecimiento en los países desarrollados, las economías emergentes no se vean sustancialmente

afectadas. La buena noticia, dados los precedentes, es que el impacto más probable, al menos por ahora, sería a través del canal comercial, que probablemente opera en estos países con ciertos retardos y de forma menos virulenta que el canal financiero. Con todo, la situación de las distintas economías emergentes tampoco es homogénea, dado que muestran vulnerabilidades diferentes.

En cualquier caso, China –que aunque representa sólo el 10% del PIB global es el país que más contribuye al crecimiento mundial– juega un papel clave, tanto para los países emergentes como para la economía global en su conjunto.

### 1.3.1 China y Asia Emergente

Por todo ello, es crucial evaluar las perspectivas de China. La fortaleza mostrada por la demanda interna en China en los últimos años, su relativo aislamiento financiero (por la existencia de amplios controles de capital) y la especificidad de ser aún una economía fuertemente intervenida son factores que permiten pensar que podría mantenerse relativamente inmune a una desaceleración de la economía americana. De hecho, en este punto se sitúa el consenso de las previsiones para el año próximo, que apenas se ha rebajado su crecimiento en medio punto, hasta el entorno del 10%. Con este ritmo de crecimiento, el riesgo principal es evitar el sobrecalentamiento de la economía y el arraigo de la inflación. La desaceleración económica podría notarse algo más en el resto de las economías del área, dado que se trata (con la excepción de India y, en cierto modo, Corea del Sur) de economías pequeñas y abiertas, con una exposición relativamente elevada a la transmisión de la desaceleración americana por el canal comercial.

### 1.3.2 América Latina

Las perspectivas de crecimiento para América Latina en 2008, por su lado, se mantienen favorables, en un contexto de importante dinamismo de la demanda interna y de mantenimiento del precio de las materias primas. Sólo en los países muy abiertos y que mantienen importantes vínculos comerciales con EEUU, -como México y Centroamérica-, las perspectivas se han deteriorado de modo más acusado. De hecho, la evolución comparativamente favorable de los mercados financieros latinoamericanos a la turbulencia financiera refleja la percepción de menor vulnerabilidad ante *shocks* externos que se deriva de la mejora de los fundamentos macroeconómicos y de su holgada posición exterior en los últimos años, lo que es una situación prácticamente inédita en su historia reciente. Sin embargo, siendo América Latina una región emergente particularmente integrada en los mercados financieros globales, un deterioro sustancial de la situación económica en Estados Unidos podría afectar a esta región a través del canal financiero, retroalimentarse a través del canal comercial, e, incluso, afectar a otros flujos que en los últimos años han adquirido una gran importancia, como las remesas de emigrantes. También resulta clave para muchos países de la región (Chile, Perú, Venezuela, o Argentina) la evolución de

los precios de las materias primas, que podrían registrar importantes descensos en el caso de que el ajuste económico adquiriera escala global.

### 1.3.3 Europa del Este

Por último, en el caso de Europa del Este, muchos de cuyos países son ya nuestros socios en la Unión Europea, las perspectivas de crecimiento para 2008 apuntan a una desaceleración, de algo más de un punto porcentual respecto a 2007, hasta alrededor del 5%. Esta perspectiva se apoya tanto en una prevista moderación del crecimiento en el área del euro, su principal mercado de exportación, como en unas condiciones de acceso al crédito internacional más restrictivas.

Precisamente el riesgo principal para el crecimiento de la región lo constituyen las vulnerabilidades en el sector financiero, dadas las elevadas necesidades de financiación que se derivan de los amplios déficits externos en la región, en contraste con el resto de áreas emergentes. En particular, una súbita reversión de los flujos de capitales a la región podría desencadenar una severa y prolongada restricción de crédito en estas economías, que quebraría su proceso de convergencia nominal y real con el resto de miembros de la Unión Europea.

## EL PAPEL DE LA POLITICAS ECONOMICAS

Este repaso a la economía global y de las diferentes áreas pone de manifiesto la incertidumbre de la situación actual, y por lo tanto, las dificultades de las políticas económicas para afrontarla. Una prioridad fundamental está siendo la de facilitar la vuelta al normal funcionamiento de los mercados financieros y la superación de las turbulencias, pero ello no debería hacer perder de vista la importancia de salvaguardar el marco de estabilidad y disciplina económica alcanzado en los últimos años.

En Estados Unidos, epicentro de la turbulencia y donde las dificultades financieras son más palpables, más graves y más extendidas, las autoridades económicas han reaccionado rápidamente y desde múltiples frentes para intentar mitigar el impacto de la inestabilidad financiera sobre la actividad. Así, la Reserva Federal—que tiene el objetivo dual de mantener el crecimiento y la inflación estables— ha ampliado, a través de una secuencia de nuevas facilidades, los mecanismos de provisión de liquidez al sistema financiero y ha apoyado la compra de entidades financieras en dificultades por otras más sólidas. También ha recortado notablemente los tipos de interés desde agosto del año pasado, en casi tres puntos porcentuales, a pesar de que las presiones inflacionistas se han incrementado en este período.

El Tesoro estadounidense, por su parte, ya ha aprobado un paquete de estímulo fiscal de una magnitud elevada, en torno a un punto porcentual del PIB, y se especula con nuevas medidas fiscales. Por último, ambas instituciones, en conjunción con otros reguladores financieros, han

instrumentado una serie de medidas para moderar el ajuste en el sector inmobiliario e hipotecario, como las iniciativas para favorecer la revisión de las hipotecas u otras para incrementar la capacidad de algunas entidades públicas para apoyar el mercado hipotecario a través de una relajación de los criterios regulatorios.

Sin duda éstas son actuaciones decididas y de amplio calado, que podrían ejercer un fuerte impacto expansivo si las condiciones económicas fueran normales. Sin embargo, las dificultades financieras y de liquidez y la incertidumbre y falta de confianza de los agentes seguramente van a moderar su impacto sobre la actividad, lo que explica también la intensidad de las medidas implementadas. En cualquier caso, el activismo de política económica en Estados Unidos, y de la Fed en particular, se explica como una actuación preventiva para evitar que las turbulencias deriven en una grave crisis financiera. Este es un evento de baja probabilidad pero de consecuencias imprevisibles para la economía estadounidense y global, por lo que puede resultar razonable actuar con decisión. Este activismo contrasta con la actuación de las autoridades económicas en Europa, donde no hay una situación de emergencia económica.

Por lo que respecta a la actuación de la política monetaria del Eurosistema, los meses transcurridos desde el verano pasado demuestran claramente que la estrategia de política monetaria ha sido particularmente adecuada en estos momentos de incertidumbres. En primer lugar, el marco operativo del Eurosistema se ha revelado lo suficientemente ágil y flexible para dar respuesta a las dificultades de liquidez que han atravesado las instituciones financieras durante la turbulencia, contribuyendo al mantenimiento de la estabilidad financiera.

También en el ámbito del mantenimiento de la estabilidad de precios, la política monetaria ofrece un anclaje robusto. Por un lado, porque es el objetivo que recoge su mandato y, por otro, porque la referencia temporal de ese mandato –el medio plazo– proporciona el margen de maniobra necesario para evitar respuestas apresuradas a las perturbaciones que han afectado a la economía global y a la zona del euro en los últimos tiempos.

El Consejo de Gobierno del BCE ha mantenido el énfasis en la existencia de riesgos para la consecución de objetivo de estabilidad de precios y ha mostrado de forma inequívoca su determinación para prevenir que estos se materialicen y que, como resultado, las expectativas de inflación a medio y largo plazo pudieran quedar desancladas. Sin duda, la orientación actual de la política monetaria ha de favorecer la consecución de estos objetivos en un contexto en que la situación de fragilidad financiera se ha traducido, también en el área del euro, en un endurecimiento de facto de las condiciones de financiación de los agentes. Al mismo tiempo, el nivel de incertidumbre sobre las perspectivas económicas sigue siendo elevado y, en la actual coyuntura, las circunstancias pueden cambiar rápidamente, lo cual exige un seguimiento muy atento de todos los factores durante las próximas semanas y meses.

Por lo que respecta a las políticas fiscales, todos los países deben huir de la tentación de dilapidar los progresos en la consolidación de las cuentas públicas durante los últimos años. La mejora de las cuentas públicas en estos años ha venido determinada, en muchos países del mundo, por un aumento de la recaudación fiscal por encima de lo que la actividad económica hacía presagiar. Este incremento en las elasticidades, y el hecho de no estar seguro sobre su carácter, temporal o estructural, alimenta las dudas sobre el margen de maniobra fiscal realmente existente en caso de una desaceleración brusca de la actividad. Por ello, en un momento en el que la situación puede ser considerada como de desaceleración cíclica, debe dejarse actuar a los estabilizadores automáticos que la moderen.

## CONCLUSIÓN

La situación económica global no invita al optimismo. No obstante, a pesar de la incertidumbre sobre el futuro inmediato de la economía global, pueden identificarse algunos factores de resistencia que nos pueden hacer mirar hacia delante con cierta confianza. Me gustaría, para acabar esta intervención con un tono positivo, repasarlos brevemente.

En primer lugar, la favorable situación económica de partida, con un crecimiento económico global robusto, una situación saneada en los balances de las empresas, una inflación contenida y el fuerte crecimiento y reducción de la vulnerabilidad de las economías emergentes, lo que puede limitar los efectos de las turbulencias financieras sobre el sector real.

En segundo lugar, la desaceleración económica en EEUU y la depreciación del dólar pueden contribuir a la corrección de los desequilibrios globales.

El tercer y último elemento de resistencia, el proceso de globalización, no deja de resultar algo paradójico. Aunque la globalización supone una mayor integración e interconexión entre países y, por lo tanto, aumenta la exposición a las perturbaciones económicas, también reduce la vulnerabilidad del sistema y de cada una de las economías.

Esto es así porque la globalización refuerza el entramado sobre el que se sostiene la economía mundial. Por un lado, al configurar un mundo multipolar –con más de una locomotora– en la que las economías emergentes tienen cada vez más peso. Por otro lado, al hacer todas las economías más flexibles pues se han tenido que adaptar a las presiones competitivas derivadas de la globalización.

De este modo, aunque es difícil pensar que, si las condiciones económicas globales sufren un prolongado deterioro, se puedan mantener al margen algunas economías, también es cierto que, en un escenario menos negativo, la continuidad del dinamismo en las economías emergentes podría contribuir a sostener la demanda global y, además, cabría esperar una mayor capacidad de

la economía global para hacer frente a perturbaciones negativas, con menores costes en términos de actividad o empleo.

Finalmente, aunque el proceso de globalización e innovación financiera ha fomentado algunos excesos derivados de comportamientos poco prudentes, también ha vuelto al sistema financiero global más flexible y eficiente, y le ha dotado de una mayor capacidad de reacción ante situaciones de este tipo. En este sentido, el actual episodio de turbulencia podría corregir los excesos acumulados en la fase anterior y propiciar una normalización de las condiciones financieras y un sistema financiero global más estable en el futuro.

Muchas gracias