

Madrid, 9 de julio de 2008

### **Situación de la economía internacional**

Cámara de Comercio Americana en España

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

Buenos días:

Es para mí un placer tener la oportunidad de dirigirme a un foro en el que se reúnen las empresas norteamericanas más importantes que están presentes en España. Dado que sus empresas operan en todo el mundo, me ha parecido oportuno compartir con Vds. algunas reflexiones sobre la situación de la economía internacional.

En un tiempo muy breve se han producido tres cambios profundos en la economía mundial:

- i) El primero de ellos, el fin de la prolongada etapa de condiciones financieras extraordinariamente holgadas que han caracterizado la fase expansiva que ha experimentado la economía mundial desde comienzos de esta década.
- ii) El segundo cambio a destacar es el drástico ajuste que han registrado los precios relativos de las materias primas en los últimos años, pero de forma más acentuada en los meses más recientes.
- iii) El tercer elemento, que más que un cambio reciente es una tendencia, es el protagonismo creciente de los países emergentes y en vías de desarrollo en la evolución de la economía global. Este último elemento juega un papel fundamental en los dos primeros cambios que he mencionado.

\* \* \* \*

La situación de los mercados financieros internacionales dista mucho de haberse normalizado plenamente; más bien parece interaccionar negativamente con las perspectivas macroeconómicas, que se han deteriorado de un modo generalizado, aunque con diferente intensidad entre países y regiones. Según el último informe de perspectivas del FMI, el crecimiento global se reducirá hasta el 3,7% este año, 1,2 puntos porcentuales menos que en 2007 y un punto y medio menos de lo que se anticipaba antes de la turbulencia. El PIB de las economías avanzadas aumentará a un ritmo inferior a la mitad que el año anterior cuando crecieron un 2,7%, mientras que las economías emergentes avanzarían un fuerte 7,4%, sólo seis décimas menos que en 2007.

Es cierto que, desde los difíciles momentos del pasado marzo, han venido remitiendo los riesgos de que se produzca una crisis financiera con una recesión global y que la intensidad de la desaceleración mundial está siendo menor de lo anticipado entonces. Sin embargo, la coyuntura internacional sigue muy complicada, como lo demuestra el rebrote de la volatilidad que se ha

producido en los mercados en las últimas semanas. En consecuencia, la fase de crecimiento bajo en la que hemos entrado podría prolongarse más de lo inicialmente esperado.

El otro factor de preocupación general lo constituye, sin duda, el resurgir de la inflación que, en los meses recientes, ha alcanzado una intensidad desconocida en la última década: desde el comienzo de 2007 la inflación global se ha incrementado en más de dos puntos porcentuales, alcanzando el 5,5% en mayo. El repunte ha sido mucho más acusado en las economías emergentes, donde la inflación supera, en conjunto, el 8%, mientras que en las avanzadas ha sido más moderado -de algo más de punto y medio porcentual-, lo que ha situado a la inflación en torno al 3,5%.

Precisamente, la coincidencia de un período de desaceleración de la actividad a escala global con el repunte de la inflación, puede explicarse atendiendo a los tres cambios señalados que ahora paso a analizar con algo más de detalle.

Respecto al cambio en las condiciones financieras a nivel global, cabe recordar que la economía mundial venía experimentando, hasta hace un año, una prolongada fase expansiva caracterizada por bajas tasas de inflación y niveles de volatilidad muy reducidos para las principales magnitudes económicas. Esta etapa de bonanza coincidió con un largo período de tipos de interés nominales y reales muy reducidos a nivel global, que favoreció el surgimiento de un notable apetito por el riesgo y el estrechamiento de las primas de riesgo hasta niveles mínimos. Los amplios excedentes exteriores de los países emergentes, que se han venido invirtiendo en activos financieros emitidos por los países desarrollados, contribuían asimismo a ampliar la holgura de las condiciones financieras. Estos factores propiciaron un proceso de intensa innovación financiera que contribuyó adicionalmente a incrementar la capacidad de financiación y apalancamiento de los agentes. Las características de algunos de estos nuevos activos financieros -productos estructurados y titulizados de manera muy compleja-, el cambio en el modelo bancario hacia el conocido como 'originar y distribuir', las estructuras de incentivos generadas por la coyuntura económica y financiera, y la falta de diligencia debida de muchos inversores estuvieron, sin duda, en el origen de la turbulencia financiera.

Pero la turbulencia financiera también puede ser interpretada como el catalizador de un ajuste necesario, tras la notable acumulación de desequilibrios que se fueron generando durante la etapa expansiva. Los indicios del desajuste pueden resumirse en tres: i) un crecimiento excesivo del crédito, acompañado de un endeudamiento ascendente de algunos sectores clave; ii) un incremento muy acusado del precio de algunos activos financieros, incluyendo aquí los de carácter inmobiliario; y iii) unos patrones de consumo y ahorro distorsionados en algunos países -destacando, por un lado, EEUU y su déficit exterior y, en el polo opuesto, China -, que generaron importantes desequilibrios globales.

En esta perspectiva, la crisis de las hipotecas en Estados Unidos puede considerarse el desencadenante, pero no la causa última, de la situación actual.

El proceso de ajuste generado por la turbulencia está siendo intenso, costoso y prolongado. La liquidez se ha secado en numerosos segmentos de los mercados financieros, especialmente en los mercados de titulización; los mercados interbancarios no acaban de normalizarse a pesar del gran apoyo de los bancos centrales y en los mercados de deuda privada se ha producido un encarecimiento severo de las condiciones de financiación. En paralelo, las condiciones financieras se han endurecido de un modo acusado, tanto por la menor disponibilidad de fondos, como por la persistente incertidumbre económica y financiera, a pesar de la reacción casi inmediata de las autoridades monetarias de los principales países desarrollados.

Es probable que la liquidez vuelva paulatinamente a los mercados y que las condiciones de financiación se relajen a medida que se supere este período de ajuste y la situación se normalice. También es previsible que los excedentes financieros de los países emergentes sigan siendo una fuente de liquidez global.

Sin embargo, es difícil pensar que las condiciones financieras puedan volver a ser tan holgadas como lo fueron en el último lustro, puesto que no es previsible que se repitan la conjunción de circunstancias que las propiciaron. En particular, cabe esperar que una mayor cautela por parte de los inversores ralentice la generación de productos financieros complejos y opacos y, por lo tanto, que el nivel de apalancamiento financiero tienda a reducirse de modo permanente. La menor liquidez, el encarecimiento de los costes financieros y el incremento de las primas de riesgo que pueden darse en los próximos años tendrán un impacto moderador sobre la economía real, pero también contribuirá a fortalecer al sistema financiero y a dar sostenibilidad al próximo ciclo económico expansivo.

Un segundo cambio fundamental al que aludía al comienzo de mi intervención se refiere a las presiones inflacionistas. A este respecto, también es difícil pensar que vuelvan a ser tan benignas en el futuro próximo como lo fueron en la etapa reciente.

La razón inmediata del aumento de la inflación en los últimos meses está en el intenso y continuado incremento de los precios de las materias primas, que han quebrado en los últimos años la prolongada tendencia a la baja –en términos reales- que habían experimentado desde el principio de la década de los ochenta. Los metales y los productos energéticos comenzaron su despegue hacia el año 2003, de tal modo que el crudo ha superado sus máximos históricos -en términos reales- este año. La escalada del precio de los alimentos ha sido más reciente, a partir de 2006, aunque todavía están muy lejos de los altos niveles alcanzados en los años setenta. Esta evolución puede interpretarse como un ajuste de carácter estructural y de amplio calado en los precios relativos internacionales, a favor de las materias primas.

Un cambio en los precios relativos de las materias primas no tendría por qué afectar necesariamente a la tasa de inflación a medio plazo o a la estabilidad general de precios, que es el objetivo fundamental de las autoridades monetarias, pero supone un riesgo evidente para mantener ancladas las expectativas de inflación a medio plazo, ya que la existencia de tasas de inflación elevadas durante un periodo prolongado puede activar los efectos de segunda ronda y poner en duda la capacidad de los bancos centrales para alcanzar sus objetivos.

Los riesgos en el ámbito inflacionista se están multiplicando en los últimos meses. Un elemento central de este deterioro se debe, sin duda, a la continua escalada del precio del petróleo, que sigue impulsando al alza la tasa de inflación total. Adicionalmente, los indicadores adelantados de la inflación a medio plazo (subyacente, expectativas de consumidores y analistas e indicadores implícitos de mercado) están repuntando en algunos países emergentes. Además, la notable y persistente divergencia entre la tasa de inflación total y subyacente supone un riesgo inflacionario evidente, pues puede acabar desencadenando una espiral de precios y salarios.

Por último, hay indicios cada vez mayores para pensar que la tendencia al incremento del precio de las materias primas –cuyos precios se fijan en los mercados internacionales y responden de un modo muy flexible a los cambios en la situación económica- pueda constituir el indicador adelantado de la existencia de presiones inflacionistas más generalizadas, a nivel global, en un contexto de fuerte expansión de la demanda mundial. Si ello es así, el cambio en los precios relativos que hemos identificado puede acabar dando lugar a un aumento duradero de la tasa de inflación general.

Sea como fuere, las autoridades económicas y, en particular, las monetarias, tienen el deber de evitar que estos riesgos que se ciernen sobre la estabilidad de precios se materialicen, y para ello deben -debemos- actuar con firmeza.

Un tercer elemento de cambio en el panorama económico internacional es, como mencioné al comienzo de mi intervención, el creciente protagonismo de economías emergentes –lideradas por China- en las tendencias económicas globales. Esta importancia está avalada por el paulatino aumento en el peso de las economías emergentes en el PIB mundial, que el año pasado se situó en el 43%, seis puntos porcentuales más que al principio de esta década.

El papel fundamental que juegan las economías en vías de desarrollo es particularmente evidente en el mercado de materias primas, de lo que cabe deducir que su comportamiento está detrás de las actuales presiones inflacionistas globales, al menos en parte. Hay que tener en cuenta que la práctica totalidad del incremento de la demanda de petróleo -y también de otras materias primas- se debe a estas economías. Pero también tendríamos que reconocer que la entrada de las regiones emergentes en la economía global ha tenido un efecto moderador sobre la inflación de los países desarrollados a través de la entrada de manufacturas con bajo coste y del freno que ello

ha impuesto sobre los salarios. Lo nuevo de la situación actual es que las presiones al alza sobre la inflación global han pasado a dominar ahora sobre las presiones a la baja.

Otro indicador de la creciente importancia de los países en vías de desarrollo como soporte de la economía global es el hecho de que su crecimiento explique el 70% del crecimiento mundial en 2007, y que su contribución este año será probablemente aún mayor, porque el impacto de las turbulencias está siendo notablemente menor sobre la actividad en estos países que en los países desarrollados. Esta resistencia a las turbulencias subraya aún más la relevancia de las economías emergentes en la difícil coyuntura actual, pues están sosteniendo la demanda de las economías avanzadas, limitando el ajuste de la actividad. Por otro lado, la persistente holgura financiera en muchas de estas economías –reflejada en amplios superávit por cuenta corriente– está ayudando a cubrir las necesidades financieras de las economías occidentales. En particular, las necesidades de capital de algunas entidades financieras en dificultades, se han cubierto a través de la inyección de capital por parte de fondos de riqueza soberana de países emergentes.

En definitiva, la economía mundial está atravesando una fase de debilitamiento, aunque las tasas de crecimiento global que se proyectan para los próximos años –ligeramente inferiores al 4%– siguen siendo robustas si tomamos una perspectiva histórica. No obstante, lo que oscurece las perspectivas es el contexto de notable incertidumbre en el que nos movemos y la reactivación de los riesgos de inflación y de inestabilidad financiera, que vuelven a ocupar el primer plano después de un prolongado período de bonanza.

En este contexto, los cambios estructurales que hemos comentado no sólo van a determinar las dinámicas económicas en las próximas décadas. El endurecimiento de las condiciones financieras globales, el cambio en los precios relativos y, sobre todo, el papel que jueguen las economías emergentes y, en particular, su capacidad para sostener un ritmo suficiente de crecimiento, sin sacrificar la estabilidad de precios, van a ser fundamentales para perfilar las perspectivas económicas a más corto plazo. Se trata de un entorno que plantea nuevos y múltiples desafíos para las autoridades económicas, a los que tenemos que estar preparados para responder.

Gracias por su atención.