

INFORMES DE LOS ORGANISMOS ECONÓMICOS INTERNACIONALES

*Como ya viene siendo habitual, recogemos en este apartado los informes y documentos de actualidad, periódicos y no periódicos, que consideramos relevantes para nuestros lectores, emitidos por los organismos de carácter internacional, ofreciendo un resumen de los más recientes y/o más destacados que hayan sido publicados en los dos últimos meses. Los resúmenes y comentarios los realiza **Ricardo Cortes**.*

En este número se ofrece el siguiente:

1. Informe Anual del Banco Internacional de Pagos de Basilea (BIS).

1. INFORME ANUAL DEL BANCO INTERNACIONAL DE PAGOS DE BASILEA (BIS)

Para el BIS, 2004 fue un año excepcional para la economía mundial, con un fuerte crecimiento, una inflación moderada a pesar de la fuerte subida de precio de los productos básicos, en especial el petróleo, elevados beneficios de los bancos e incrementos de precios de los activos financieros en la mayoría de los mercados. Sin embargo, el BIS previene contra un excesivo optimismo: la situación actual se parece demasiado a la de finales de los años sesenta. Entonces, como ahora, los tipos de interés reales eran bajos, por lo que tuvo lugar una rápida expansión del crédito, el dólar se debilitó y en los países que resistieron con éxito a la apreciación de sus monedas se produjo una fuerte expansión monetaria, las políticas fiscales eran permisivas y los precios de los productos básicos, altos. Una situación que acabó desembocando en la gran inflación de los años setenta en los países industrializados y que, a su vez, produjo la crisis de la deuda de las economías emergentes en los años ochenta. El BIS propone medios para evitar que suceda ahora lo mismo, empleando el lenguaje cauteloso y críptico al que nos tiene acostumbrados. Es modera-

damente optimista: cree que los bancos centrales han aprendido de sus errores del pasado, han sabido como controlar la inflación y evitar los efectos nocivos de la subida de precios de los productos básicos: "saben que resistirse al ajuste y acudir al endeudamiento externo, como se hizo en los años setenta, puede resultar muy oneroso a la larga". Además, desde los años sesenta, la economía mundial ha experimentado tres cambios fundamentales favorables que han facilitado la lucha contra la inflación. El primero, la liberalización y globalización de la economía mundial, que ha aumentado enormemente la oferta potencial, modificando sustancialmente los precios relativos. El segundo, la combinación de la desregulación y el progreso tecnológico, que ha tenido efectos profundos en los sistemas financieros. La financiación se hace cada vez más mediante los mercados financieros y menos en los bancos, su ámbito operativo es mundial y las instituciones que lo forman son cada vez más grandes y complejas, con actividades que abarcan diversos sectores. El tercero, y último, es que ahora el objetivo primordial de las autoridades monetarias es lograr una inflación reducida. Un resultado de estos cambios es que es posible que en el futuro las presiones deflacionistas sean tan frecuentes como las inflacionistas.

Sin embargo, estos cambios no exigen una reorientación radical de las políticas económicas porque éstas, en realidad, ya se habían orientado más al medio y largo plazo, y prestaban más atención a las reformas estructurales. Ahora, sin necesidad de modificar los fundamentos hay que adaptarlas a los nuevos retos. Así, el aumento de la deuda, tanto exterior como interior, puede causar problemas económicos con costes, a veces, sustanciales. Recordemos cuanto tiempo necesitaron Japón y los países de Extremo Oriente para recuperarse de sus respectivas crisis financieras. Prueba de que este problema preocupa son las recientes medidas adoptadas por varios bancos centrales, en parte como respuesta a las subidas de precios de la vivienda impulsadas por la expansión del crédito.

Aunque no hay demasiados analistas que consideren que existen problemas e inminentes para la economía mundial, existe un cierto consenso sobre la existencia de algunos peligros. Muchos indicadores están mostrando simultáneamente profundas desviaciones respecto a la evolución histórica, tales como la persistencia en torno a cero de los tipos oficiales en términos reales en numerosos países industrializados y en las economías emergentes asiáticas. Los tipos de interés nominales de los bonos a largo plazo, los diferenciales de rendimiento y la volatilidad del mercado están en niveles notablemente bajos. En muchos países industrializados el ahorro familiar es muy reducido y el endeudamiento de las familias ha alcanzado niveles *récord*. Los precios de las viviendas están en máximos históricos. En China, la tasa de inversión ha crecido hasta nada menos que el 50 por 100 del PIB. Los desequilibrios externos nunca han sido tan abultados desde la Segunda Guerra Mundial. Cualquiera de estas magnitudes e, incluso todas ellas, podrían revertir fácilmente a sus valores medios, con las correspondientes repercusiones sobre el crecimiento económico mundial. Esa reversión puede ser gradual y posiblemente favorable, pero también rápida y traumática. El futuro lo determinarán, en buena medida, las interacciones entre la economía real y el sistema financiero, cuya plena comprensión aún se nos escapa.

¿Qué puede hacer la política económica para corregir los desequilibrios internos e externos? Respecto a los primeros, la respuesta obvia sería subir los tipos de interés para atenuar los peligros a largo plazo, algo que, sin embargo, entraría inmediatamente en conflicto con los objetivos a corto plazo, a saber: reducir el paro y evitar una desinflación excesiva. También hay conflictos respecto a los desequilibrios externos. Así, la austeridad fiscal reduce los desequilibrios externos pero aumenta el nivel de paro.

En EE.UU., con una economía en expansión, la política monetaria ya ha empezado a endurecerse a un ritmo medido, sobre todo, respondiendo a una creciente tasa de utilización de la capacidad productiva y al temor de una inflación futura, y está teniendo el efecto favorable de reducir los desequilibrios externos. Aún teniendo en cuenta la actual solidez de la economía estadounidense, el endurecimiento de su política monetaria debe aplicarse con cierto tiento. No está clara la importancia de los precios de los activos, en especial la vivienda, en el mecanismo de transmisión. Una complicación adicional es que las subidas de tipos de

interés oficiales pueden frenar la inversión empresarial. Afortunadamente, las empresas norteamericanas han reducido su deuda en los últimos años generando fuertes beneficios y una elevada liquidez. Otra preocupación es que el endurecimiento de las condiciones monetarias podría crear perturbaciones en los mercados financieros si las inversiones de arbitraje se deshiciesen con rapidez. Otra posibilidad es que las conjeturas sobre las intenciones de la autoridad monetaria hayan llevado a algunos inversores especulativos a responder al estrechamiento de los márgenes en sus estrategias de *carry trade* (endeudamiento barato a corto plazo en una divisa y préstamo más caro a largo plazo en otra) con un mayor apalancamiento de sus posiciones para mantener sus tasas de rendimiento. Esto implicaría que, tal vez, estén por llegar otras perturbaciones, quizá sustanciales.

En otras economías importantes, el retorno de los tipos de interés a niveles más normales podría causar incluso mayores conflictos. Así, el persistente estancamiento económico en la Eurozona y en Japón no justificaría que se aumentasen los tipos de interés. La incapacidad japonesa para salir de la deflación y los efectos desinflacionistas de la apreciación del euro en Europa también se oponen a ello. Menos peligroso podría ser una elevación de los tipos de interés oficiales en algunos países de Asia, donde las presiones inflacionistas han sido más evidentes y el crecimiento más rápido. Con todo, a pesar del fuerte crecimiento asiático actual, aún se cuestiona su solidez, así como la capacidad de sus sectores empresarial y bancario para operar en un entorno de tipos de interés más altos. China subió levemente los tipos de interés en 2004 para poder cumplir sus objetivos de estimular el consumo y de desanimar las entradas de capital extranjero. Aunque ha tenido lugar un claro recalentamiento de la inversión en capital fijo, parece probable que las autoridades chinas sigan confiando en medidas administrativas para corregir la situación, aun a riesgo de que no den resultado.

Respecto a los desequilibrios externos, el creciente déficit por cuenta corriente de EE.UU. constituye un serio problema a largo plazo, que podría causar en el futuro una fuerte y desordenada depreciación del dólar, con las consiguientes turbulencias en otros mercados financieros e, incluso, una recesión. Otro peligro es que ese déficit haga reaparecer presiones proteccionistas. El problema es el resultado del inaudito tamaño del déficit comercial, de la velocidad con que se está acumulando la deuda externa, de la creciente importancia de

las instituciones comerciales en la financiación del déficit, y de que el endeudamiento, básicamente, ha financiado el consumo y no la inversión. Dada la interdependencia de los mercados financieros es probable que los problemas no se circunscriban al dólar y afecten a otras monedas. Así, un aumento de la prima de riesgo sobre los activos en dólares podría elevar los tipos de interés a largo plazo y los diferenciales de deuda, lo que repercutiría en los precios de toda clase de activos.

A pesar de ello, sería erróneo creer que una crisis es inminente. Por una parte, aunque la deuda externa neta norteamericana está creciendo desde hace años, EE.UU. todavía percibe unos ingresos por sus activos en el extranjero superiores a sus pagos a los inversores extranjeros. Además, las autoridades extranjeras siguen apuntalando al dólar y, por razones de peso, seguirán haciéndolo por ahora. Hay que dar tiempo a las políticas orientadas a reducir los riesgos actuales para que den los frutos deseados. Sin embargo, ese tiempo podría estar agotándose. EE.UU. debe, pues, reducir su déficit presupuestario, disminuyendo el gasto y subiendo los impuestos. La autoridad fiscal norteamericana aún no ha tomado medidas concretas para ello, por lo cual la carga del ajuste caerá, en gran medida, sobre la política monetaria haciéndola más restrictiva.

En cuanto a las fluctuaciones de los tipos de cambio, la depreciación del dólar se ha producido hasta ahora de manera ordenada. Su valor actual, en términos efectivos reales, no es inferior al promedio de los últimos 30 años. Su depreciación ha tenido escaso efecto para reducir el déficit comercial norteamericano, por lo que parecen inevitables "oscilaciones adicionales de los tipos de cambio". El yuan y las monedas asiáticas de su órbita son, sin duda, candidatos a revaluarse. Un tipo de cambio del yuan más flexible permitiría frenar las enormes entradas de capital que están agravando los crecientes desequilibrios internos que amenazan la sostenibilidad de la expansión de la economía china. Por otra parte, Japón debe liberar su sector servicios de la regulación asfixiante que sufre y que comprime sus beneficios. Debe, asimismo, aumentar la posibilidad de cerrar compañías insolventes en el sector de bienes comerciables. En lo que respecta a Europa Continental, ésta se enfrenta con el difícil desafío de cómo realizar los ajustes necesarios en el tipo de cambio, porque los precios de numerosos servicios están regulados, los salarios relativos son inflexibles y los costes labo-

rales no salariales son altos, todos ellos obstáculos que deben ser eliminados.

Aunque EE.UU. cuenta con una estructura de producción interna especialmente flexible, necesita un ajuste sustancial. El rejuvenecimiento de su sector industrial no va a ser tarea fácil, dada su reducción hasta sólo un 10 por 100 del PIB y la escasez de sus beneficios. Tampoco es alentador el que el sector de bienes comerciables apenas haya participado en la recuperación de la inversión. El mayor obstáculo a su expansión parece ser la fuerte competencia de China, India y otras economías de mercado emergentes. Por ello, el momento actual no es propicio para que EE.UU. trate de recuperar cuota de mercado internacional.

El BIS trata de oponerse al falso sentimiento de seguridad causado por un período de prosperidad económica no visto desde hace casi 30 años, que ha hecho que las autoridades económicas no hayan tomado las medidas suficientes para resolver las tensiones de los mercados financieros internacionales. El BIS está preocupado por la fragilidad financiera global y, al igual que otros reguladores internacionales, fundamentalmente, por los riesgos potenciales que se derivan del reciente aumento explosivo de los productos derivados de crédito. El BIS subraya que esta enorme expansión ha beneficiado al sistema financiero global al permitir dividir el riesgo entre muchos inversores. Esto podría hacer que el sistema fuese más resistente frente a *shocks* en el mercado. Sin embargo, el BIS está preocupado por la creciente complejidad de los productos derivados de crédito que han surgido en el mercado en los últimos dos años, lo que ha hecho que los reguladores del mismo encuentren crecientes dificultades para predecir como van a reaccionar los mercados en caso de *shocks* macroeconómicos o que afecten a empresas importantes. Esa complejidad puede hacer que los inversores no entiendan del todo el significado y los riesgos de los productos que están comprando, tales como obligaciones garantizadas de deuda (CDO), o conjuntos de títulos valores ligados a deudas.

Según el BIS, "los textos de muchos contratos de CDO son difíciles de entender y la complejidad de los acuerdos plantea muchos retos sobre el modelo a aplicar. Todavía no se comprende del todo la naturaleza de la distribución de las pérdidas de las carteras, el perfil de las secciones de las CDO y su sensibilidad a las correlaciones de riesgos de crédito".