

Informes de los organismos económicos internacionales

Ricardo Cortes

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.

1. Informe Anual del Banco Internacional de Pagos de Basilea

Como los demás organismos económicos internacionales, el Banco Internacional de Pagos de Basilea es claramente optimista. La favorable situación económica mundial de los últimos años continúa en el período 2006-2007. El crecimiento global sigue fuerte y hay señales de que la demanda mundial se está haciendo más equilibrada. La economía norteamericana se desaceleró ligeramente debido, en buena medida, a un sector inmobiliario menos sólida, mientras que la de Europa, Japón y varios países emergentes se consolidó. Aunque la producción en muchos países está próxima a su potencial y los precios de los productos básicos siguen subiendo, las presiones inflacionistas se mantienen moderadas. Muchos países han endurecido sus políticas monetarias ligeramente, aunque las condiciones financieras siguen siendo acomodaticias, en parte porque las tasas de interés oficiales siguen bastante reducidas, (lo que hace que los tipos a largo lo sean

también), pero también debido a que los prestamistas están más dispuestos a conceder crédito a los prestatarios de alto riesgo en condiciones más favorables que en el pasado. Aunque el ciclo de crédito en el mercado hipotecario a deudores de riesgo ha llegado a su máximo en EE.UU., la expansión continúa en otras áreas. En consecuencia, los precios mundiales de los activos continúan subiendo o permanecen en niveles muy elevados. Además, la financiación del déficit por cuenta corriente norteamericano y los flujos salientes de capital privado se mantienen en unas condiciones financieras que parecen implicar la expectativa de una depreciación moderada del dólar.

La fortaleza de la economía mundial sorprendió de nuevo en 2006. A pesar de que el mercado inmobiliario norteamericano se debilitó bastante, el consumo se mantuvo fuerte. En otros países industrializados continuó una expansión generalizada y las economías de mercado emergentes siguieron creciendo con fuerza. La inflación total continúa moderada y la subyacente disminuyó en la segunda mitad de 2006. Sin embargo, persistieron las presiones inflacionistas, reflejando que en las principales economías el porcentaje de utilización de la capacidad productiva es alto o creciente.

Hay consenso entre los expertos de que en 2007 continuará una expansión económica generalizada, aunque a un ritmo algo inferior al de 2006, haciendo que las presiones inflacionistas disminuyan y que los grandes desequilibrios por cuenta corriente se vayan reduciendo gradualmente. Hay señales evidentes de que en Japón y en la Eurozona está teniendo lugar una recuperación de tipo clásico con un incremento de las exportaciones que favorece el aumento de la inversión, lo que, a su vez, mejora el consumo y el empleo. En las economías emergentes, la demanda interna sigue sólida.

Sin embargo, este escenario favorable está sometido a ciertos riesgos. Es posible que el impacto de la desaceleración del mercado de la vivienda norteamericano todavía no se haya dejado sentir plenamente. Europa y Asia ya no son tan dependientes del crecimiento de EE.UU. como algunos años atrás, pero aún así no está claro que el consumo en esas regiones y, en general, en los países industrializados vaya a mantenerse tan fuerte como ahora. Tampoco es seguro que las presiones inflacionistas hayan desaparecido. En las principales economías todavía se aprecian las presiones inflacionistas subyacentes y no está claro si la moderación prevista del crecimiento será suficiente para reducirlas. Es posible también que se endurezcan las condiciones financieras, hoy favorables al crecimiento, si las autoridades temen un aumento de los riesgos inflacionistas.

Las economías de mercado emergentes siguen registrando un crecimiento récord, una inflación moderada y superávit por cuenta corriente durante 2006 y el primer trimestre de 2007, pero en algunas de ellas se detectan presiones inflacionistas que generan preocupación, causadas por una demanda fuerte y porque es posible que se produzca una subida de precios de los productos básicos. A pesar de que la política monetaria se ha hecho algo más restrictiva, el crecimiento del crédito sigue fuerte en algunos de los países emergentes; pero, al mismo tiempo, la consolidación fiscal y la mejora en la gestión de la deuda pública han permitido que las economías emergentes puedan resistir mejor una eventual debilitación de la coyuntura. En ellas han subido los precios de los activos. No es fácil calcular la influencia de los inversores extranjeros: de una parte, los flujos netos de capital entrante son pequeños en relación con los flujos entrantes de moneda extranjera debidos a elevados superávits por cuenta corriente y, de otra parte, los inversores extranjeros han aumentado el volumen de sus activos en países emergentes más de lo que se deduce de los datos financieros disponibles.

La irrupción de China en el comercio mundial como importador de bienes intermedios es importante para la economía mundial y, en especial, para Asia. En general, los exportadores de productos básicos se han beneficiado de la creciente demanda china, pero no está claro que los países vecinos de China y los que comercian con ella lo hayan hecho también. Algunos han perdido cuota de mercado en terceros países, aunque esto ha sido compensado, en mayor o menor medida, por el aumento de sus exportaciones a China de bienes intermedios y de equipo. Un incremento de la demanda china de importaciones, en la actualidad relativamente baja, para satisfacer la creciente demanda de los consumidores chinos, supondría la aparición de nuevas oportunidades a sus socios comerciales para aumentar sus exportaciones.

La política monetaria de los países industriales se ha hecho menos acomodaticia en el período 2006-2007, aunque sigue siendo expansiva. La Reserva Federal subió el tipo de interés a comienzos del período, manteniéndolo inalterado posteriormente, a pesar de un posible riesgo de inflación. El Banco Central Europeo (BCE) endureció notablemente su política durante 2006 y 2007 al acelerarse la actividad económica y crecer fuertemente el crédito y los agregados monetarios. El Banco de Japón concluyó su política de tasas de interés cero al estimar que la recuperación económica ya está consolidada, que los factores de deflación subyacentes van desapareciendo, y que hay peligro, a medio plazo, de que el mantenimiento de tasas de interés cercanas a cero favorezca la tendencia a llevar a cabo inversiones insostenibles. El rápido crecimiento actual de los agregados monetarios y crediticios ha reactivado el debate sobre su influencia en la economía. Algunos bancos centrales lo consideran muy importante, otros son más escépticos.

Las principales tendencias en los mercados de divisas en el período 2006 y 2007 han sido la depreciación gradual del dólar, una depreciación más acusada en el caso del yen y la apreciación del euro ponderada por su comercio exterior. Las características más destacadas de esos mercados han sido su alto nivel de actividad y reducida volatilidad, salvo dos episodios, en mayo-junio de 2006 y en febrero-marzo de 2007. Tres factores principales han tenido especial incidencia en la evolución de los movimientos de los tipos de cambio durante el período analizado:

Primero, las diferencias en los tipos de interés que han tenido como consecuencia un aumento continuo de los *carry trades*.

Segundo, la acumulación de reservas oficiales de divisas por parte de muchos países emergentes asiáticos y algunos exportadores de petróleo ha limitado los efectos de la presión al alza sobre sus propias monedas. Los desequilibrios globales por cuenta corriente han influido en la reacción de algunas monedas ante episodios de aumento de la volatilidad en los mercados financieros.

Tercero, ciertas tendencias en la gestión de las reservas extranjeras que podrían tener repercusiones en los mercados financieros y plantear problemas a los bancos centrales. Entre esas tendencias se cuentan la conveniencia de dar más importancia a los rendimientos de esas reservas, reforzar su gestión prestando especial atención al riesgo y, por último, dar mayor publicidad y transparencia a sus operaciones y resultados. Todas ellas han sido reforzadas por algunos acontecimientos clave en el entorno económico e institucional actual, tales como la gran acumulación de reservas por algunos países, ciertos

avances en la tecnología financiera y en el desarrollo de los mercados financieros, y cambios en el entorno en que operan los bancos centrales.

En los mercados financieros, los precios de los activos de riesgo han continuado subiendo durante 2006 y 2007. Dos oleadas de ventas registradas en ese período sólo fueron breves correcciones. En muchos mercados bursátiles alcanzaron niveles históricos, y varios *spreads* han caído fuertemente, a pesar de la perspectiva de una debilitación económica en EE.UU. y de que el crecimiento mundial podría atenuarse. Los rendimientos de la deuda pública de los países industriales alcanzaron su máximo en 2006 y luego empezaron a bajar. En particular, en EE.UU. los rendimientos de los bonos a largo plazo empezaron a disminuir en la segunda mitad del año reflejando la preocupación de los inversores ante la posibilidad de un crecimiento más lento y de una política monetaria más permisiva. En Japón, las perspectivas se mantuvieron favorables, lo que aumentó ligeramente los rendimientos de los bonos. En la Eurozona, las previsiones mejoraron progresivamente haciendo subir los rendimientos de los bonos.

Una causa importante de las ganancias en las bolsas de los países industriales ha sido un crecimiento fuerte y continuado de los beneficios empresariales. A ello hay que añadir ciertos cambios en la estructura de capital de las empresas, el aumento de los *buy-backs*, las fusiones y adquisiciones y, quizá también, la propensión a correr riesgos comprando o participando en el capital de empresas en dificultades. Del mismo modo, las ganancias en los mercados emergentes han coincidido con mejores calificaciones de los créditos y, en general, con condiciones macroeconómicas sólidas. Sin embargo, en todos esos mercados, la mayor propensión de los acreedores por el riesgo, probablemente, ha contribuido a una tendencia a la subida de los precios.

Durante 2006 y 2007, las entidades bancarias en los países industriales han disfrutado, un año más, de prosperidad con un entorno crediticio favorable y una sólida actividad minorista. La banca de inversión obtuvo beneficios récord gracias al crecimiento de su actividad en los mercados de capitales y al *boom* de los *private equity funds*. La inversión en *hedge funds* fue más moderada que en años anteriores en respuesta al descenso de sus beneficios. Sin embargo, los *hedge funds* cada vez están más integrados en el sistema financiero internacional porque los inversores exigen más de ellos y las autoridades les imponen mayor transparencia, así como una regulación más detallada

de sus actividades. Los balances de las compañías aseguradoras mejoraron y sus sectores de seguros de inmuebles y de accidentes continuaron su recuperación, tras la elevada siniestralidad registrada en el ejercicio 2005.

Los mayores beneficios de las entidades financieras están permitiendo un aumento del capital, lo que sugiere que se encuentran en condiciones de soportar eventuales tensiones en los próximos años. En la actualidad, las mayores causas de vulnerabilidad son indirectas, ligadas al ciclo económico. Las implicaciones de la asunción de riesgos en las inversiones inmobiliarias y del *boom* del apalancamiento en la financiación, dependerán de la evolución futura de los tipos de interés y de las condiciones económicas generales.

La globalización financiera en curso es un factor estructural muy importante con notables repercusiones en la organización de las entidades bancarias, sus estrategias y sus perfiles de riesgo. Las fusiones transfronterizas y una mayor exposición a los mercados extranjeros han creado una red de flujos financieros internacionales que ofrece oportunidades de diversificación y de aumentar los beneficios. Al mismo tiempo, esas estrategias suponen riesgos relacionados con la actividad de la entidad en cuestión y con la situación de las economías nacionales. En consecuencia, la internacionalización del negocio bancario tiene implicaciones sobre la política a seguir respecto al diseño de las estructuras institucionales y a la calibración de los instrumentos aplicados.

La opinión consensuada de los expertos apunta a que la excelente evolución de la economía mundial va a continuar. Sin embargo, existen algunos motivos de preocupación, aunque la capacidad para calcular su probabilidad y su posible interdependencia es limitada. En primer lugar, no se puede excluir la posibilidad de un aumento de las presiones inflacionistas globales. En segundo lugar, la actual desaceleración de la economía norteamericana puede ser más fuerte de lo estimado y sus consecuencias globales más intensas. En tercer lugar, los desequilibrios globales por cuenta corriente, unidos a flujos de capital grandes y volátiles, indican que el sistema financiero global está expuesto a movimientos bruscos en los tipos de cambio de las monedas que provoquen distorsiones en los mercados financieros y en los precios de los activos. Y, por último, en una situación como la actual en la que los precios de la mayoría de los activos están de acuerdo con los datos fundamentales de la economía, un *shock* inesperado podría tener graves consecuencias.