



LA ECONOMÍA INTERNACIONAL ANTE SUS RETOS

José Viñals

Director General

Banco de España

UIMP

Santander, 11 de julio de 2005



Contenido

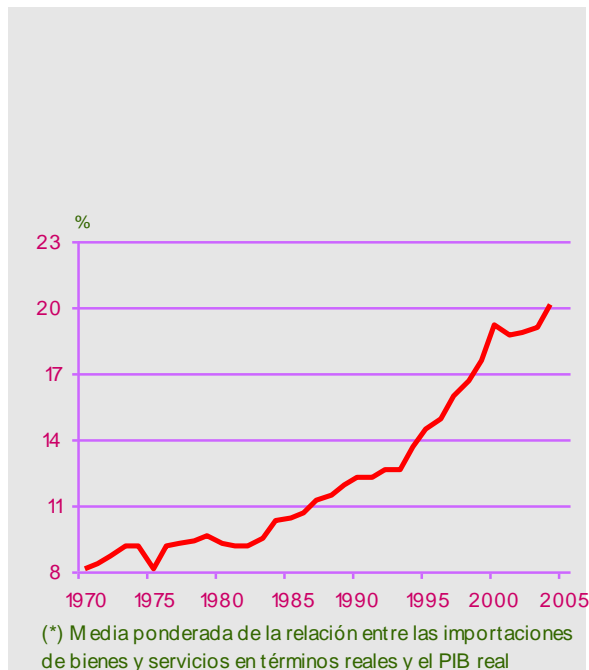
- 1. La importancia del entorno exterior**
- 2. ¿De dónde venimos?**
- 3. ¿Dónde estamos?**
- 4. ¿Hacia donde vamos? Riesgos, retos y políticas económicas**
- 5. ¿Necesita ser reformado el sistema monetario internacional?**

1. La importancia del entorno exterior



El proceso de globalización ha llevado a un formidable aumento de las interdependencias comerciales y financieras entre los países

IMPORTACIONES TOTALES DE EE.UU,
ZONA DEL EURO Y JAPÓN
(en porcentaje del PIB) (*)

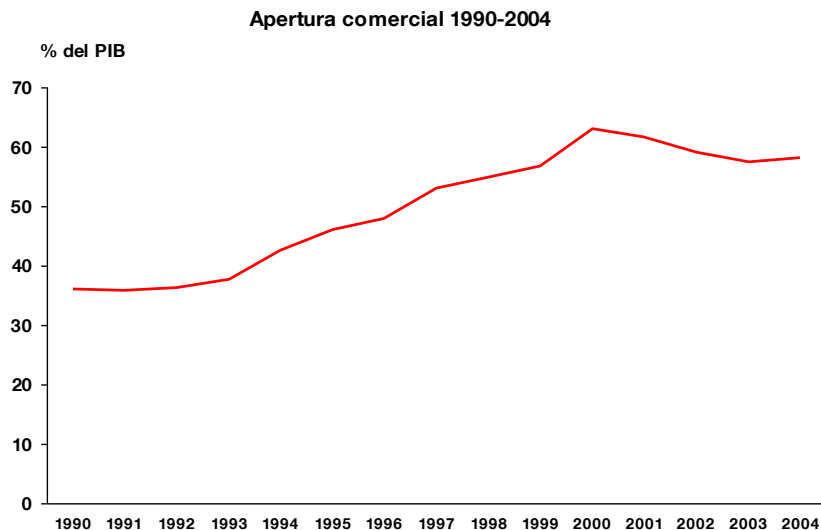


■ Mercado único europeo

■ Zona euro

En España

Expansión flujos comerciales

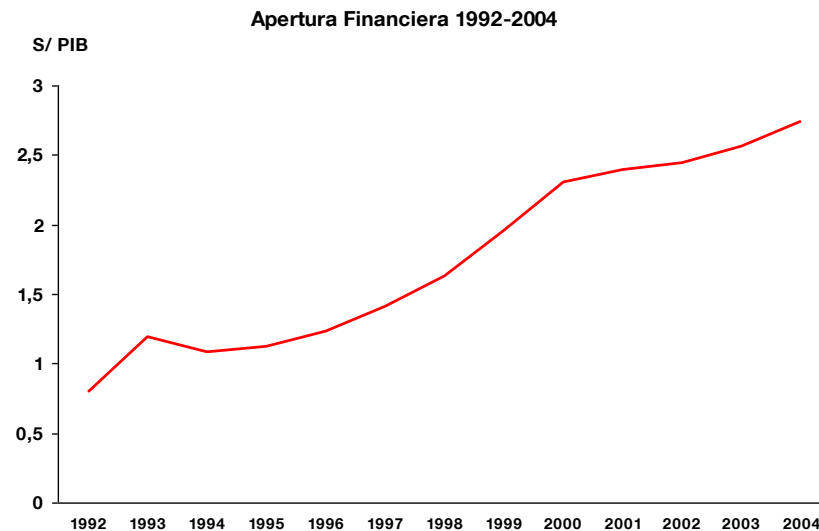


Fuente: INE y Banco de España.

Suma de las exportaciones e importaciones nominales de bienes y servicios en porcentaje del PIB.

-Algo más del 67% de nuestro comercio exterior es con la Unión Europea

Expansión flujos de capitales



Fuente: INE y Banco de España.

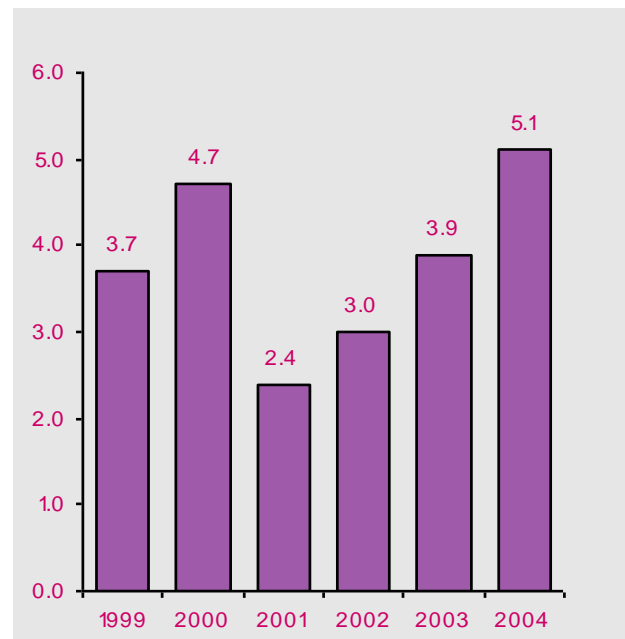
Suma de los activos y pasivos de la PII (incluido BE) en porcentaje del PIB.

-Tipos de interés de la zona euro
-Tipo de cambio del euro

2. ¿De dónde venimos?

- **Período turbulento (2001-2002)**
 - **Desaceleración económica**
 - **Crisis financieras en algunos países emergentes (Argentina, Turquía)**
- **Recuperación económica (2003-2004)**

CRECIMIENTO DEL PIB MUNDIAL



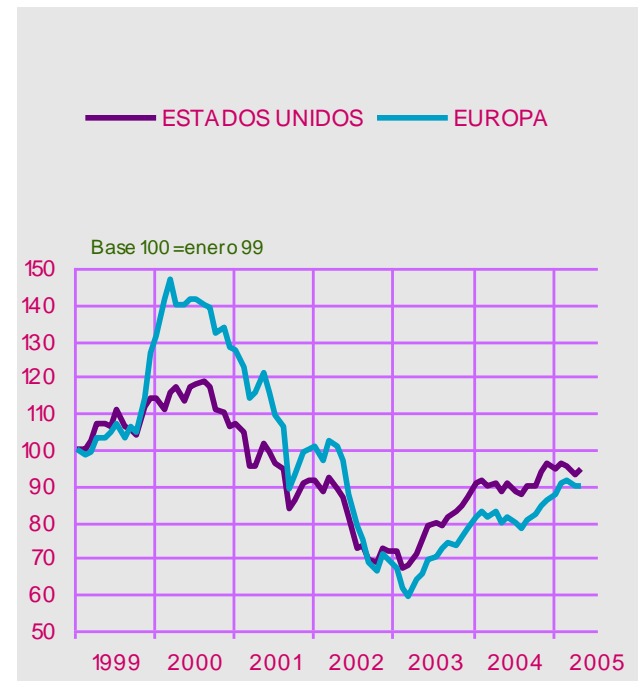
¿Qué factores interrumpieron el boom de finales de los 90?



■ Shocks de gran intensidad

—Estallido burbuja bursátil

EVOLUCIÓN DE LAS BOLSAS





–Shocks de confianza

- *Diferentes a shocks tradicionales (demanda, oferta)*

- *Más difíciles de contrarrestar*

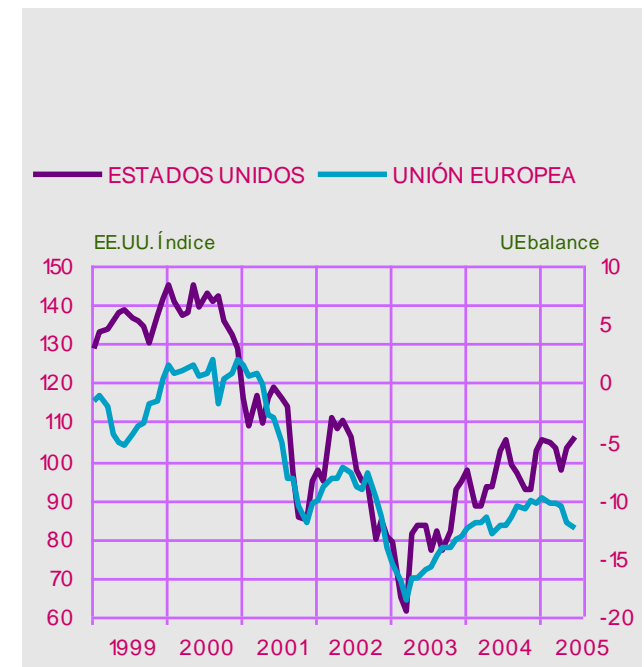
- 11 septiembre

- Escándalos grandes empresas – ENRON

- Incertidumbres geopolíticas en Oriente Medio

- Crisis de Argentina y Brasil

CONFIANZA DEL CONSUMIDOR

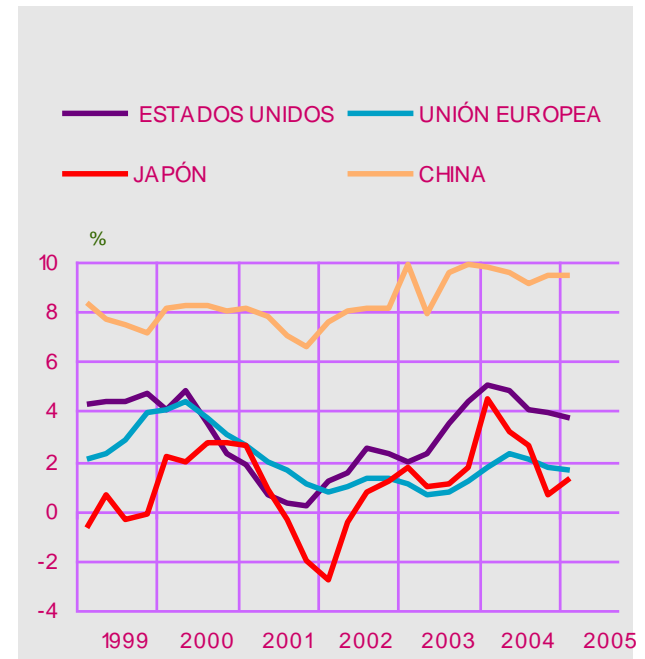




■ Como consecuencia de los shocks

- Marcada desaceleración económica
- Problemas en diversos países y áreas
 - *Recesión liviana en Estados Unidos*
 - *Prolongación de la depresión en Japón*
 - *Debilidad de crecimiento en Europa*
 - *Crisis financieras en países latinoamericanos*
- Pero no recesión global o crisis financiera global

CRECIMIENTO DEL PIB EN LAS PRINCIPALES ECONOMÍAS



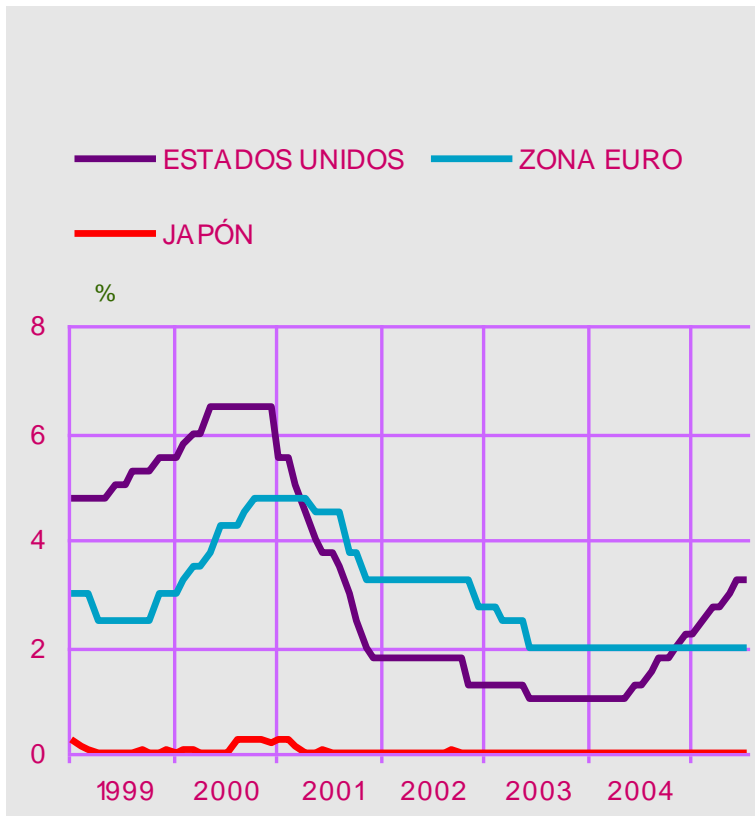


¿Por qué no hubo una recesión global a pesar de tan virulentos shocks?

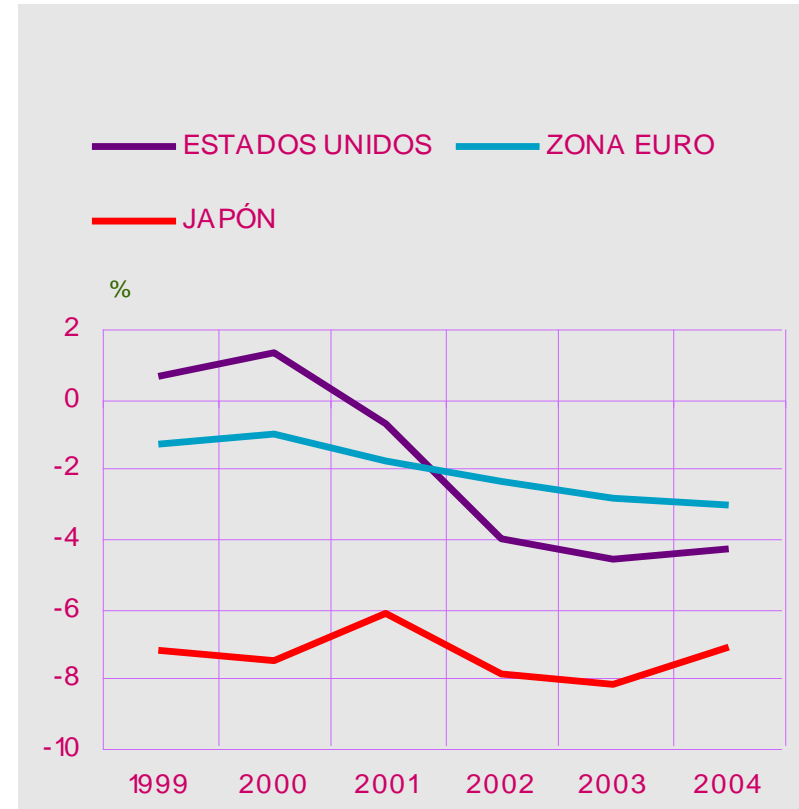
- **Flexibilidad económica en Estados Unidos**
- **Solidez sistemas financieros en Estados Unidos y Europa**
- **Mejor dispersión de riesgos financieros**
- **Dinamismo economías emergentes de Asia (China, India,...)**
- **Políticas monetarias y fiscales sumamente expansivas en Estados Unidos, Europa y Japón**



TIPOS DE INTERÉS OFICIALES EN LAS PRINCIPALES ECONOMÍAS



SUPERÁVIT (+) O DÉFICIT (-) PÚBLICO (% PIB)





Reactivación económica en 2003 y 2004

- **Estados Unidos y Europa: recuperación de la confianza (menos intensa en Europa)**
- **Japón: de la depresión a la incipiente recuperación**
- **China e India: gran dinamismo**
- **América Latina: saneamiento económico y favorables condiciones de financiación exterior**
- **Mejoras en AFI: transparencia-discriminación-menos contagio**

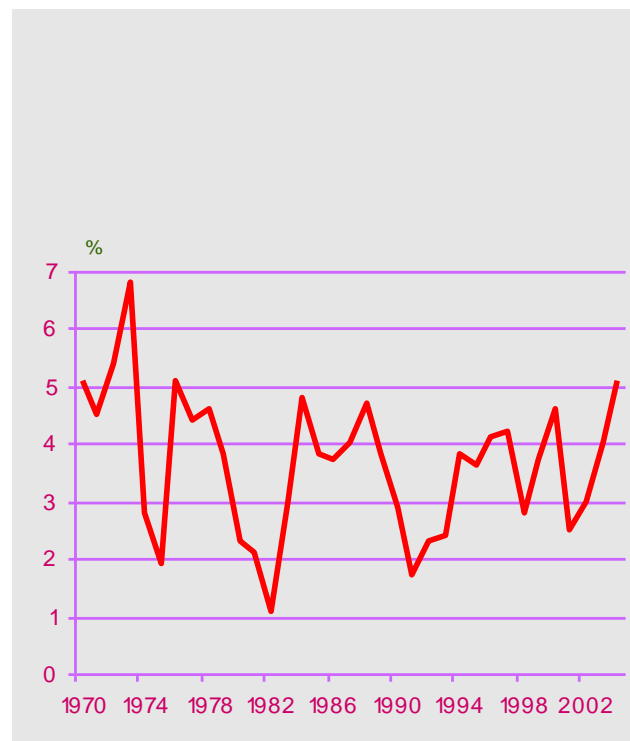
3. ¿Dónde estamos?

- 2004 el mejor año de crecimiento a nivel global en tres décadas (5,1%)

- A primera vista, año atípico o paradójico

- Paradoja del crecimiento
- Paradoja de la inflación
- Paradoja de los tipos de interés

CRECIMIENTO DEL PIB MUNDIAL



Paradoja del crecimiento

- **A pesar de la elevación de los precios del petróleo, fuerte crecimiento**
- **Muy diferente de lo sucedido en los años 70**
- **Razón principal:**
 - **Shock de oferta (entonces) vs. shock de demanda (ahora)**

Paradoja de la inflación

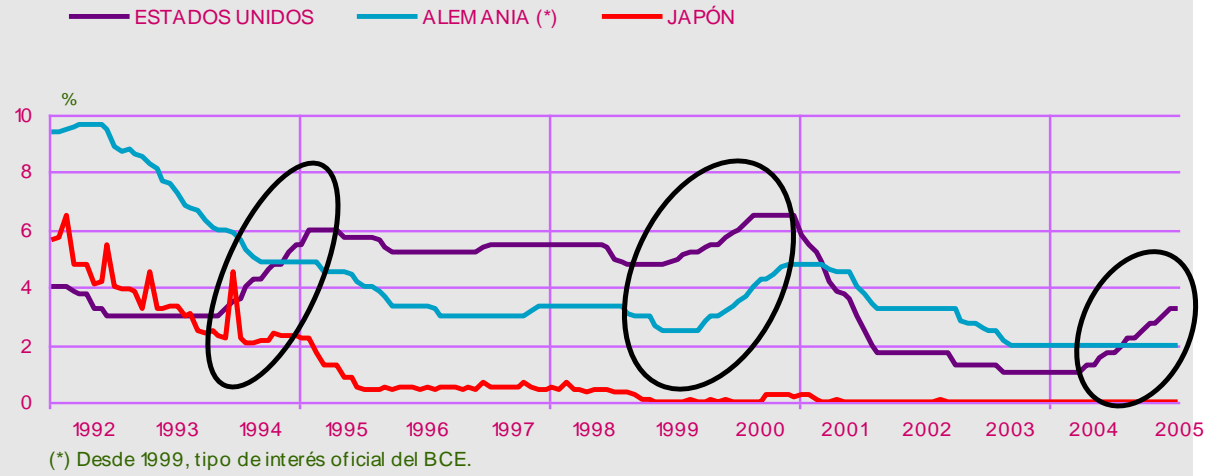
- **A pesar de la fuerte expansión de la demanda a nivel mundial y del espectacular aumento del precio del petróleo, inflación controlada**
- **Muy diferente de lo ocurrido en los años 70**
- **Razones principales:**
 - **Moderación salarial y de precios**
 - *Lecciones de años 70*
 - *Mayor flexibilidad en mercados de bienes y de trabajo*
 - *China*
 - *Credibilidad anti-inflacionista de las políticas monetarias*

Paradoja de los tipos de interés

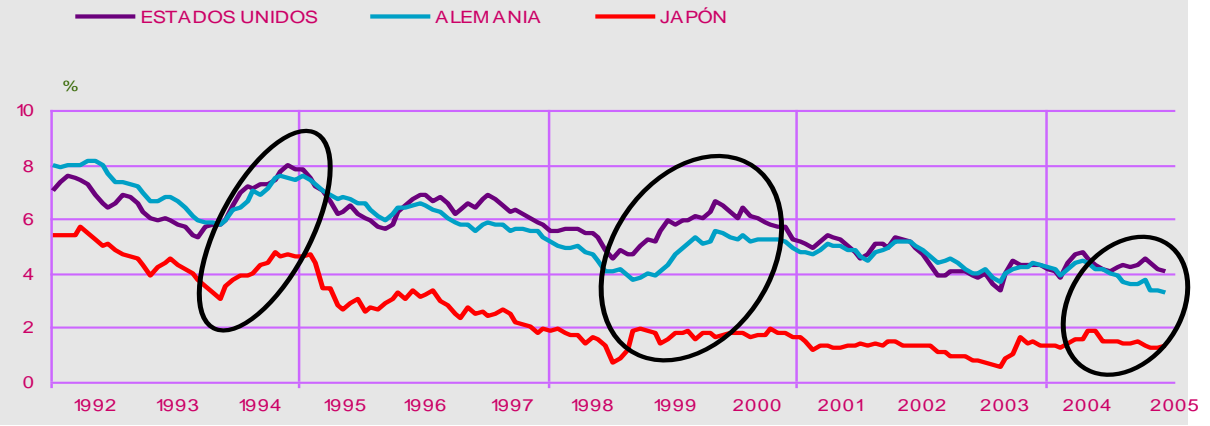
- **Papel crucial de tipos a largo plazo para**
 - **Actividad económica (C,I)**
 - **Mercados financieros (benchmark)**
 - *Bolsas*
 - *Bonos empresas*
 - *Deuda economías emergentes*
- **Niveles tipos a largo anormalmente bajos en actual fase cíclica**



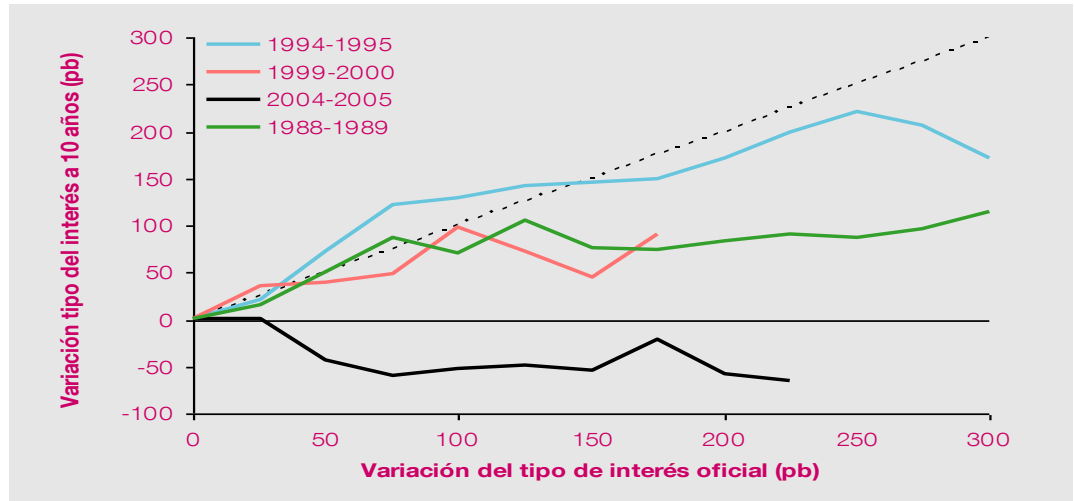
TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



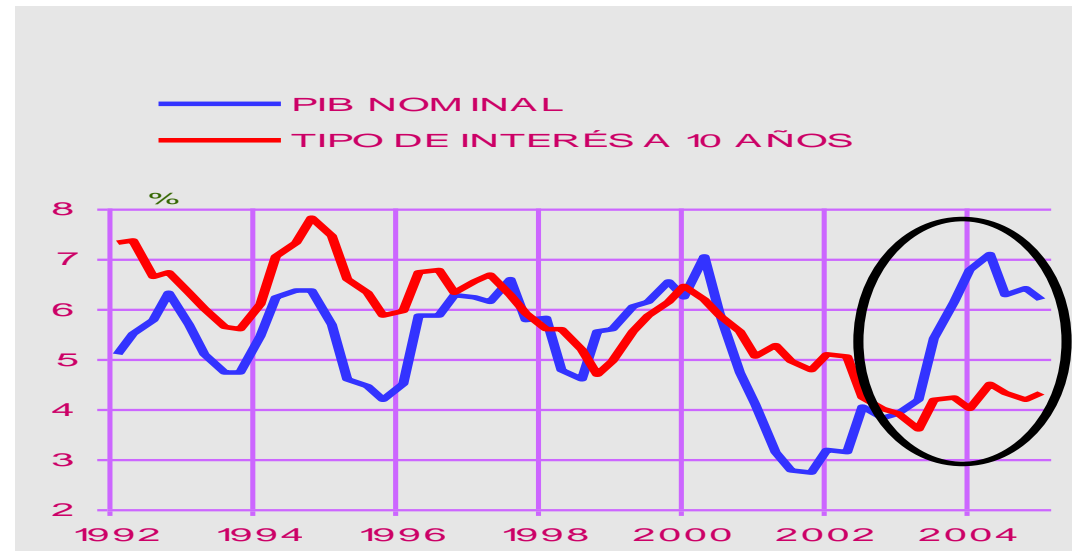
TIPOS DE INTERÉS DE LOS BONOS A 10 AÑOS



VARIACIÓN ACUMULADA DEL TIPO DE INTERÉS A LARGO PLAZO EN DISTINTOS CICLOS DE SUBIDAS DEL TIPO DE INTERÉS OFICIAL EN EEUU

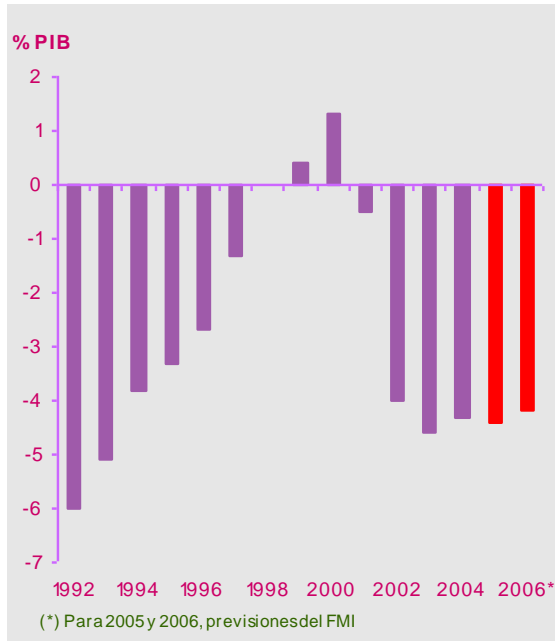


PIB NOMINAL Y TIPOS DE INTERÉS A 10 AÑOS EN EEUU

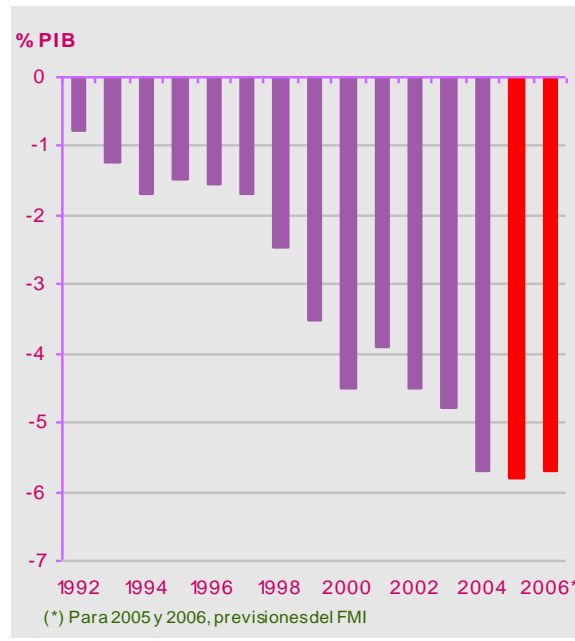




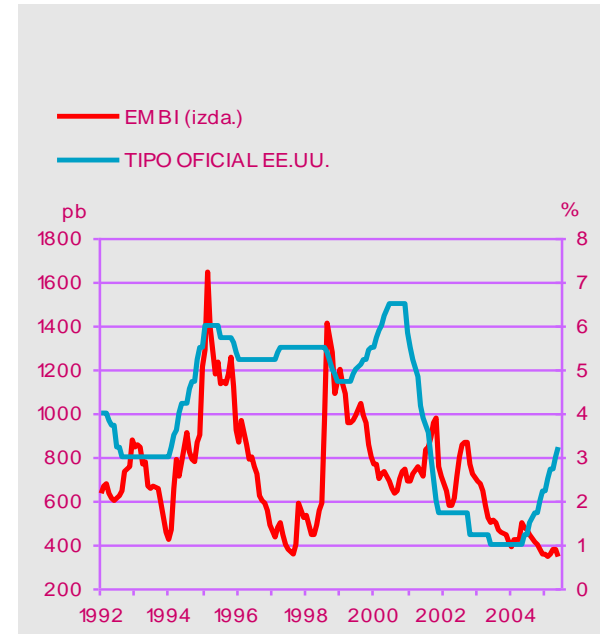
SALDO FISCAL



SALDO POR CUENTA CORRIENTE



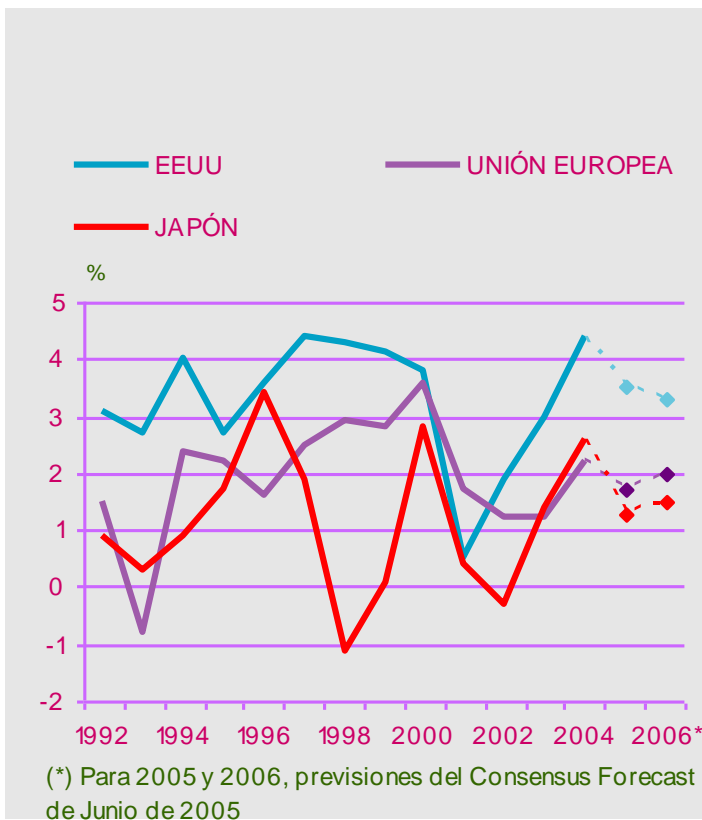
DIFERENCIAL DEL EMBI Y TIPO OFICIAL EE.UU.



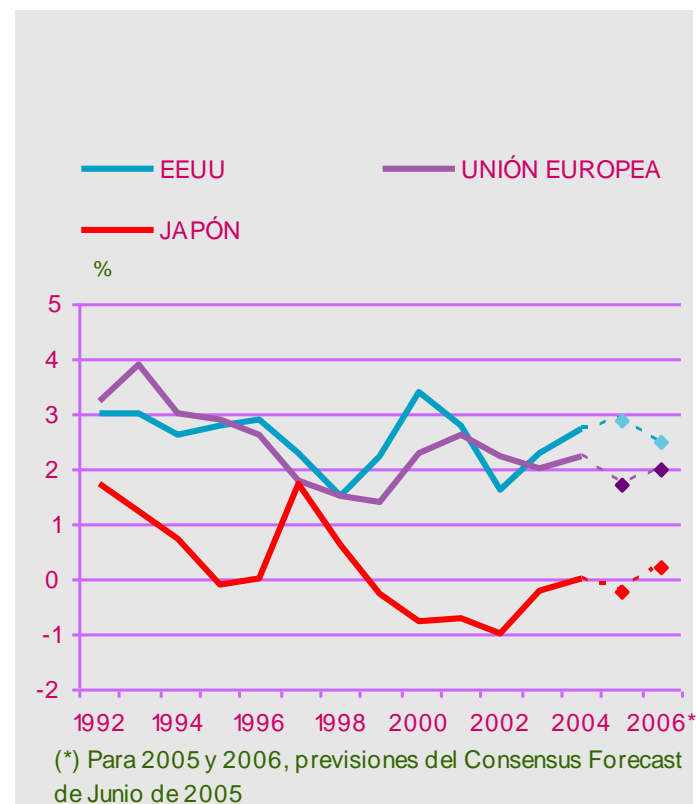
¿Puede explicarse la paradoja?



CRECIMIENTO DEL PIB



TASA DE INFLACIÓN

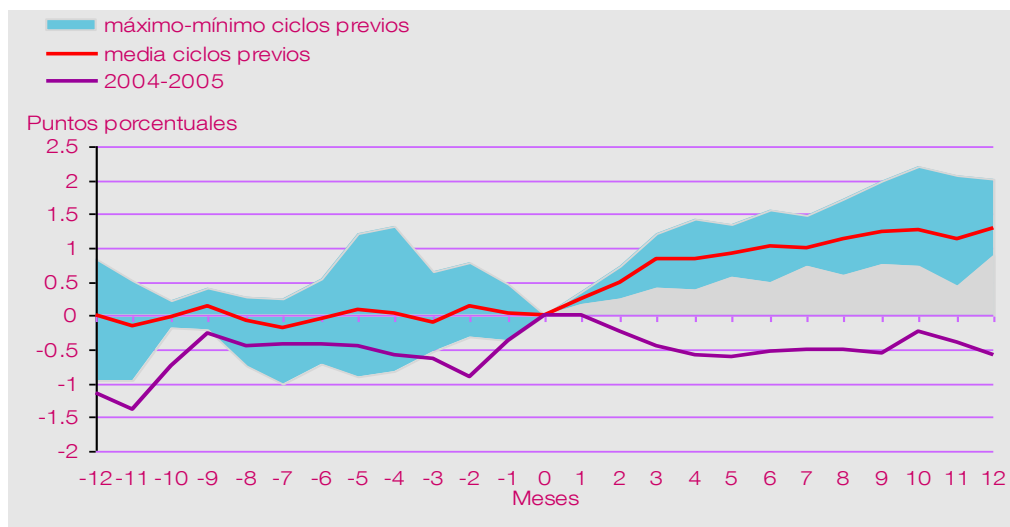


¿Puede explicarse la paradoja?



- ¿Menor incertidumbre económica y, en particular, sobre la estrategia de la Reserva Federal?

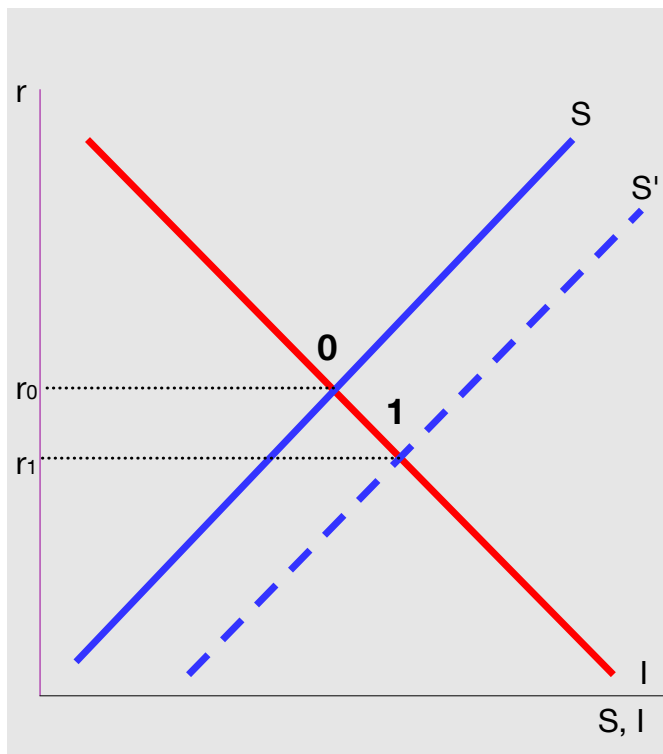
VARIACIÓN DEL TIPO DE INTERÉS A LARGO PLAZO ANTES Y DESPUÉS DEL INICIO DE LAS SUBIDAS DEL TIPOS DE INTERÉS OFICIAL EN EEUU



- ¿Inversores institucionales: Fondos de Pensiones y Compañías de Seguros?

¿Puede explicarse la paradoja?

▪ ¿Exceso de ahorro global / Bancos Centrales de Asia?



RESERVAS DE DIVISAS EN ASIA

Reservas oficiales de divisas

En miles de millones de dólares

	Febrero 2005	En %
Total	3.812	100
<u>Países industrializados</u>	<u>1.306</u>	<u>34</u>
Estados Unidos	42	1
Zona Euro	177	5
Japón	821	22
<u>Asia emergente</u>	<u>1.624</u>	<u>43</u>
China	643	17
Resto	981	26
<u>América Latina</u>¹	<u>199</u>	<u>5</u>
<u>ECO</u>²	<u>284</u>	<u>7</u>
<u>Pro-memoria</u>		
Japón + Asia emergente	2.445	64

¹ Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia, Perú, Venezuela

² Europa Central y Oriental: Bulgaria, Croacia, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, República Checa, Rumanía y Rusia.

Fuente: BIS

▪ ¿Holgura de liquidez? Búsqueda de rentabilidad/Anestesia del riesgo

4. ¿Hacia dónde vamos? Riesgos y retos

▪ Escenario central (más probable)

- Continuidad del crecimiento pero a ritmos más moderados
- Moderación en todas las áreas

<u>PREVISIONES DE CRECIMIENTO</u>			
	<u>2004</u>	<u>2005</u>	<u>2006</u>
Mundo	5.1	4.3	4.4
Estados Unidos	4.4	3.7	3.7
Unión Europea	2.4	2.1	2.5
Japón	2.6	0.8	1.9
China	9.5	8.5	8.0
Resto Asia emergente	6.7	6.5	6.4
América Latina	5.5	4.1	3.6

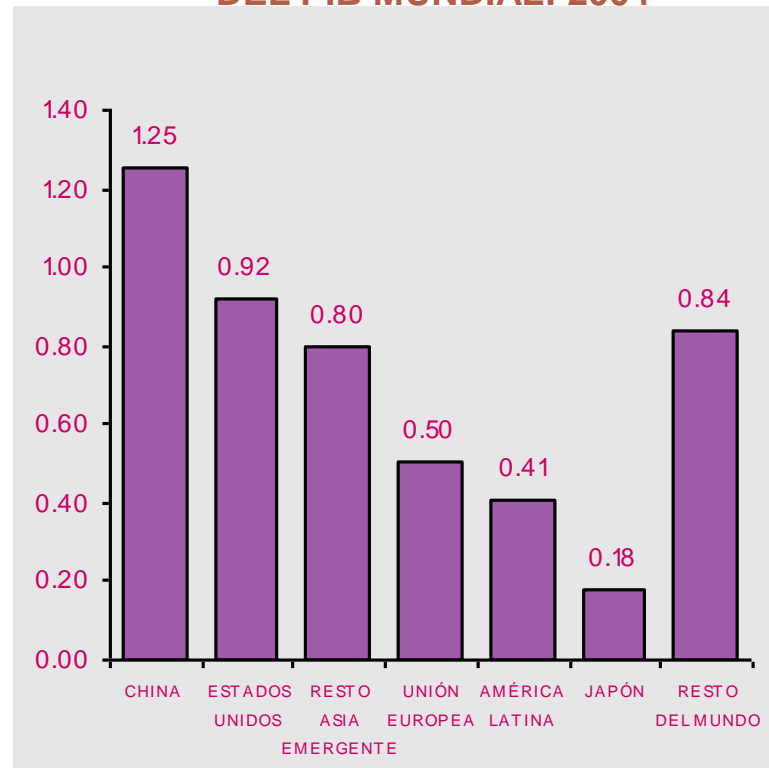
Fuente: FMI (WEO, Abril 2005)

Riesgos

Son consecuencia de los desequilibrios que se han ido incubando en los últimos años

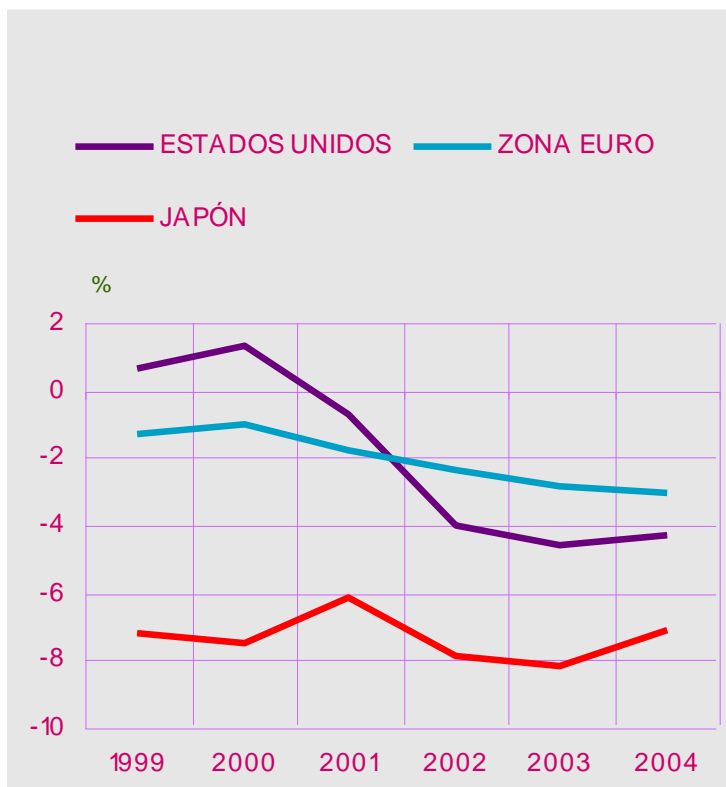
- Crecimiento con base geográfica limitada y fuertes asimetrías entre países

APORTACIÓN DE LAS GRANDES ÁREAS AL CRECIMIENTO DEL PIB MUNDIAL: 2004

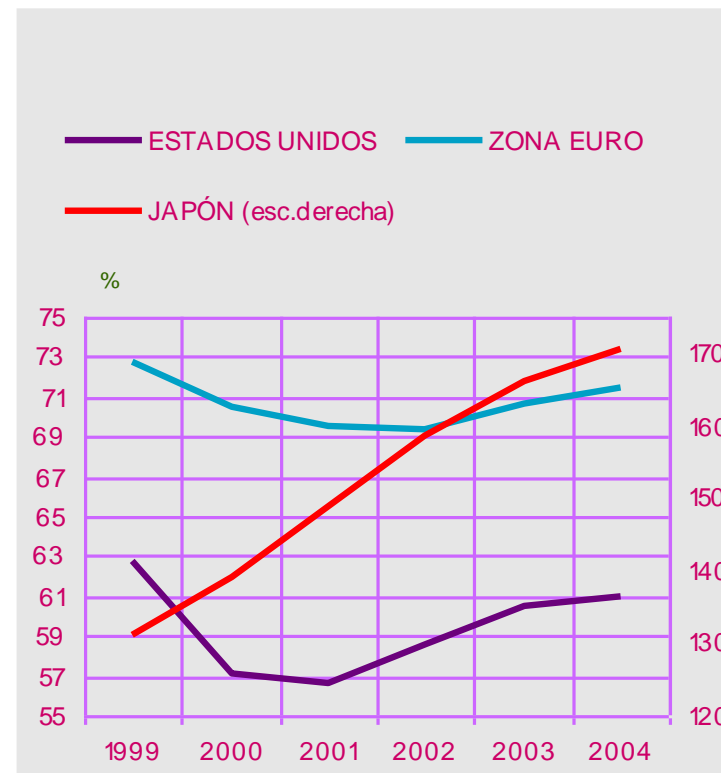


■ Elevados déficit públicos y deuda pública

SUPERÁVIT (+) O DÉFICIT (-) PÚBLICO (% PIB)

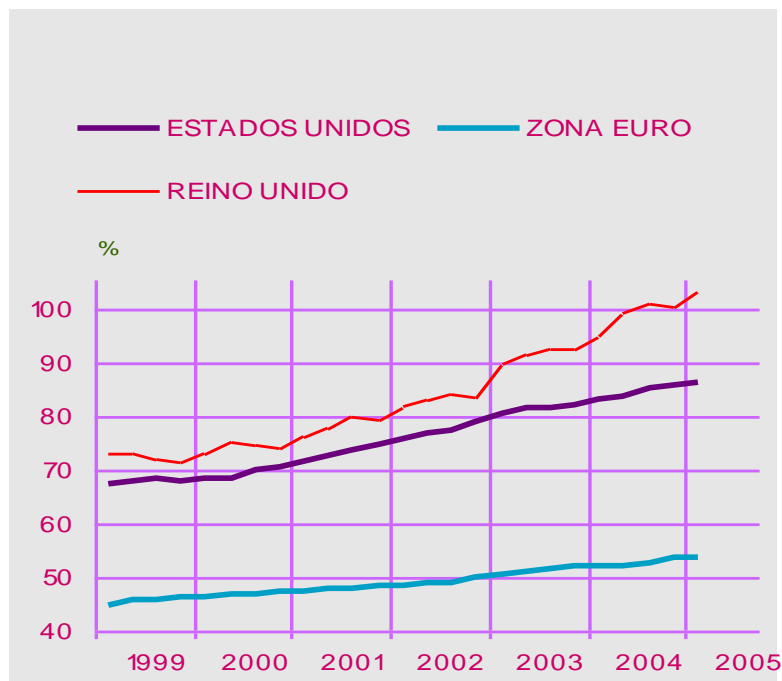


DEUDA PÚBLICA (% PIB)



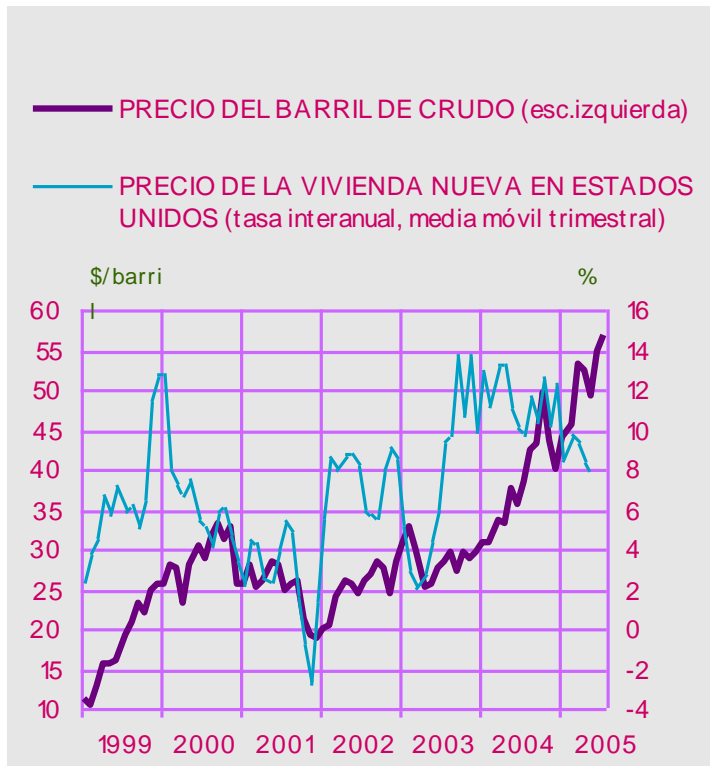
■ Elevado endeudamiento de las familias

DEUDA DE LOS HOGARES (% PIB)

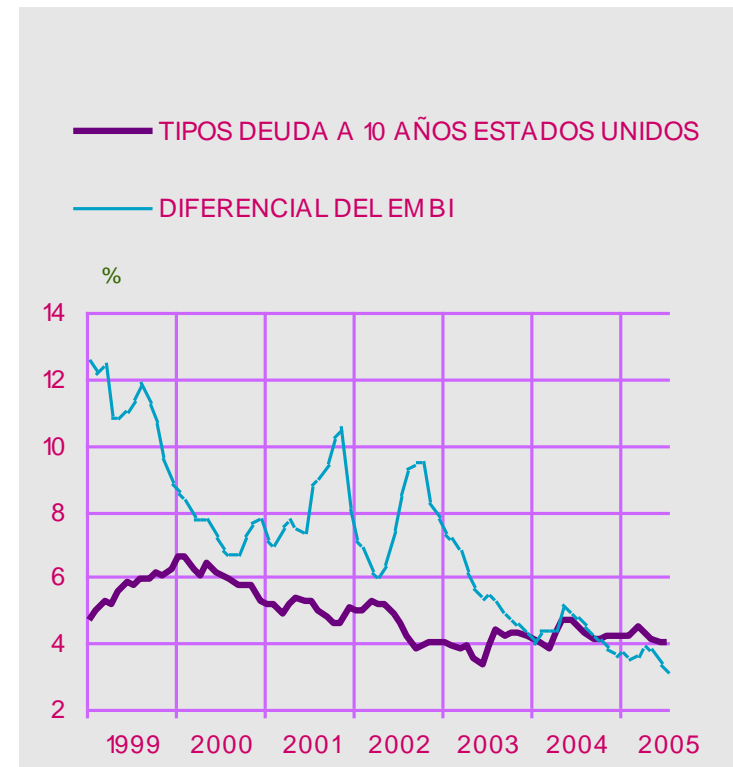


■ Exuberancia en el precio de numerosos activos en un entorno de abundante liquidez a escala global

PRECIO DEL PETRÓLEO Y DE LA VIVIENDA



TIPOS DE INTERÉS



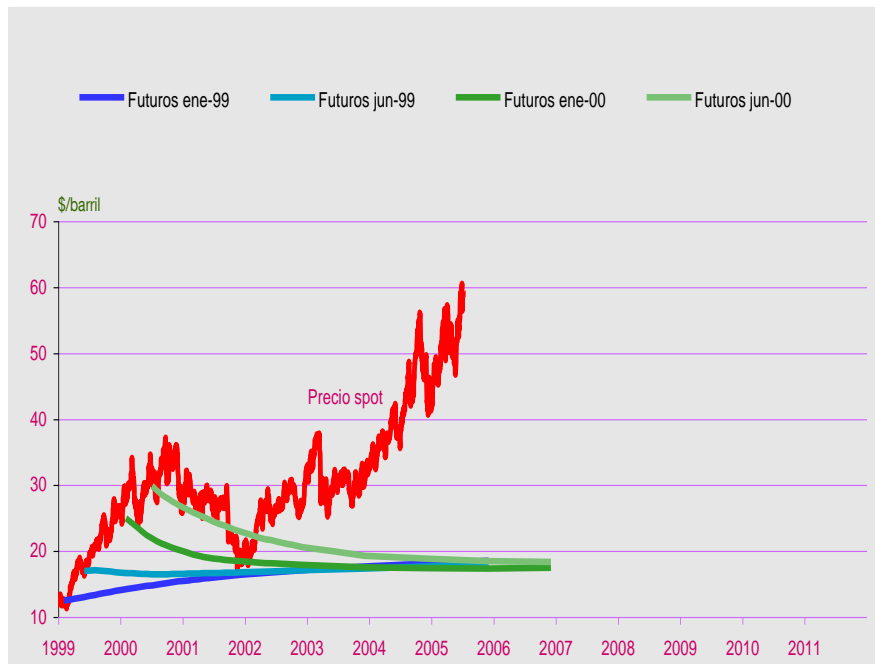
Riesgos

- **Precios del petróleo**
- **Precios de la vivienda**
- **Desequilibrios globales de balanzas de pagos**
- **Ajuste tipos de interés de largo plazo**

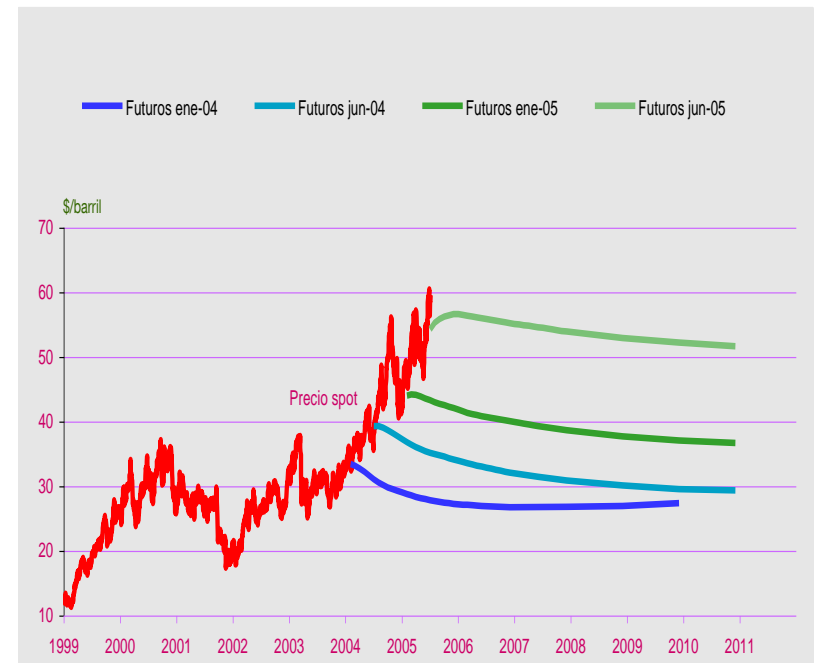
Precios del Petróleo

- Hasta ahora, impacto de la subida del petróleo reducido
- Pero su impacto sería tanto mayor cuanto más permanente sea la subida

PRECIO DEL PETRÓLEO SPOT Y FUTUROS
EN 1999 Y 2000



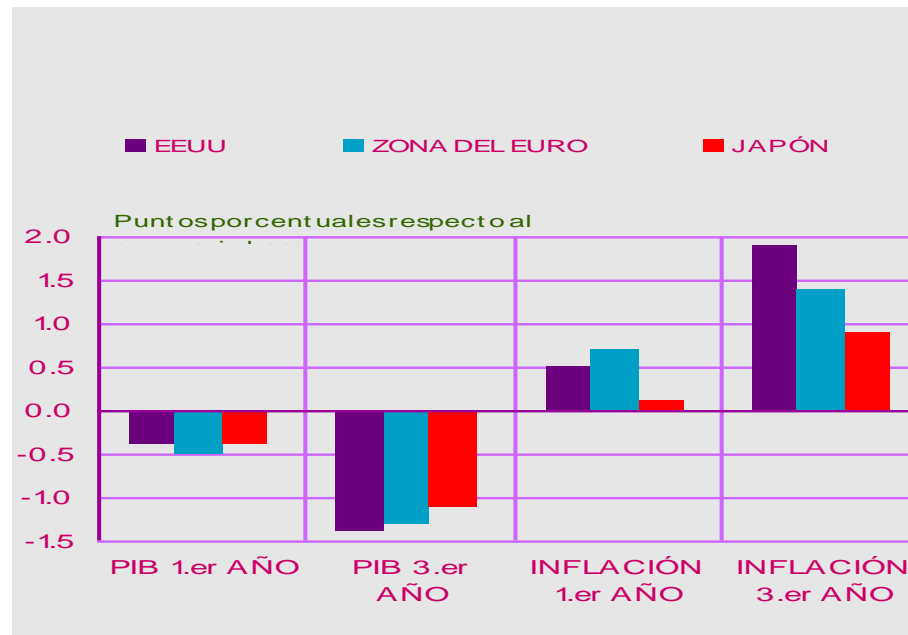
PRECIO DEL PETRÓLEO SPOT Y FUTUROS
EN 2004 Y 2005



Precios del Petróleo



EFFECTOS ACUMULADOS DE UN AUMENTO PERMANENTE DEL 50% EN EL PRECIO DEL PETRÓLEO (UTILIZANDO EL MODELO NIGEM)



Precios de la vivienda



	Variación anual		Variación desde máximos 2004	Fecha del máximo
	1996-2003	2004		
Estados Unidos	6	11	0	2004T4
Japón	-3	-6	-37	1991S1
Alemania	0	-1	-2	2002
Reino Unido	12	12	0	2004T4
Francia	7	16	0	2004S2
Italia	5	10	0	2004S2
Canadá	5	8	0	2004T4
España	11	17	0	2004T4
Países Bajos	10	2	-3	2004T3
Australia	10	3	0	2004T2
Suiza	1	2	-13	1989T4
Bélgica	6	4	0	2004T2
Suecia	8	10	0	2004T4
Noruega	8	10	0	2004T4
Dinamarca	7	11	0	2004T4
Finlandia	8	6	0	2004T4
Irlanda	14	8	0	2004T3

Fuente: BIS

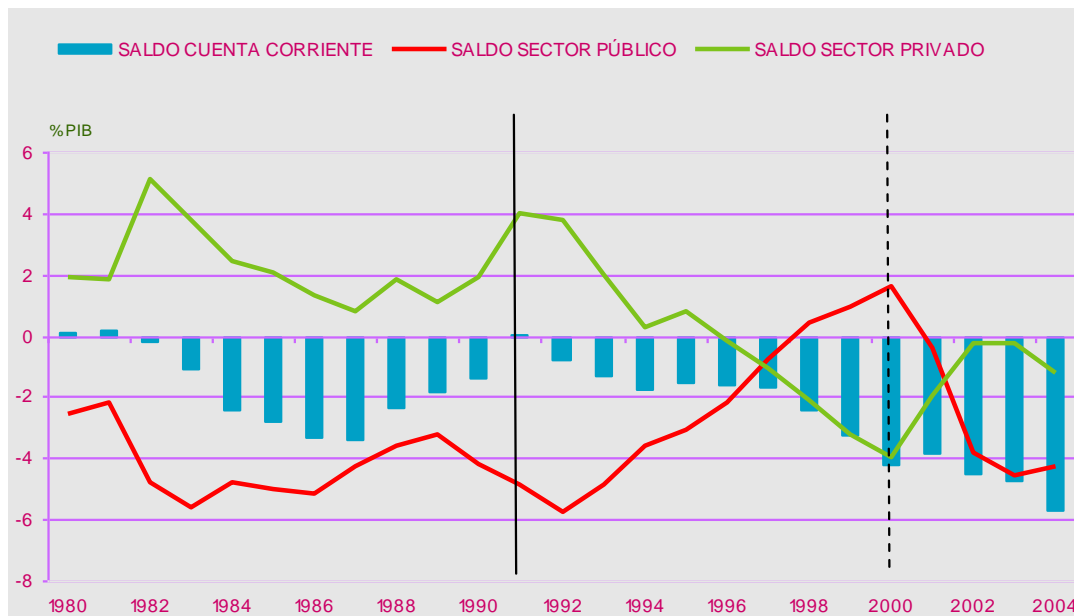
Desequilibrios globales de balanza de pagos



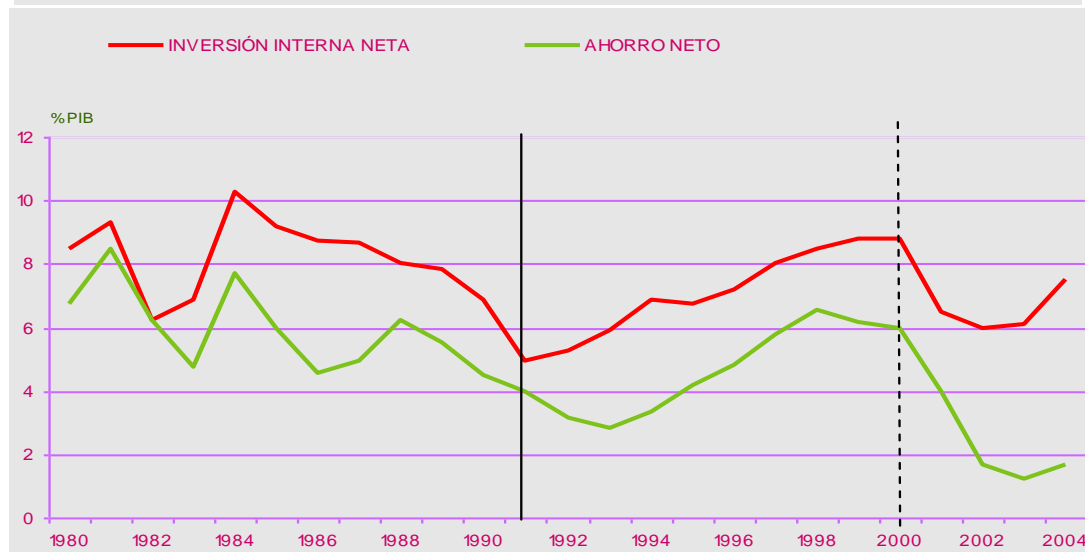
- **Déficit balanza corriente Estados Unidos es inusitado, al combinar**
 - **Magnitud**
 - **Permanencia**
 - **Economía de mayor peso específico**
 - **Dólar “de facto” moneda de reserva mundial**
- **Intenso debate actualmente sobre**
 - **Causas desequilibrios globales**
 - **Sostenibilidad y riesgos que entraña**
 - **Mecanismos de ajuste**
- **Si finalmente se revela como un “problema” ⇒ riesgo global de serias consecuencias**

Los hechos

SALDO POR CUENTA CORRIENTE, DEL SECTOR PÚBLICO Y DEL SECTOR PRIVADO EN ESTADOS UNIDOS

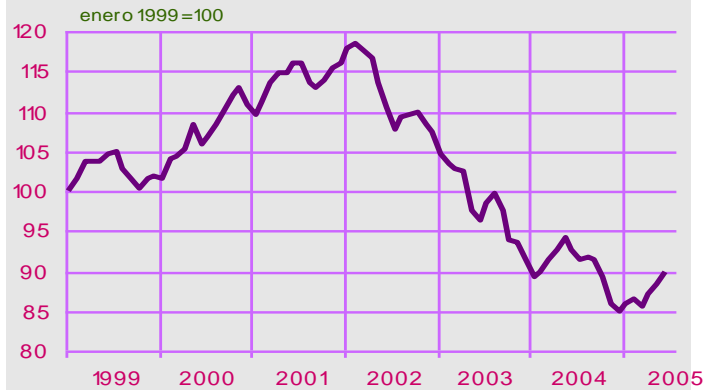


AHORRO E INVERSIÓN INTERNA NETA EN ESTADOS UNIDOS





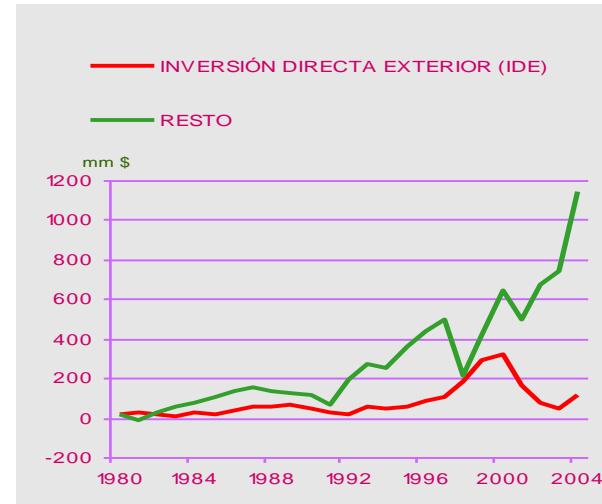
TIPO DE CAMBIO EFECTIVO NOMINAL DEL DÓLAR



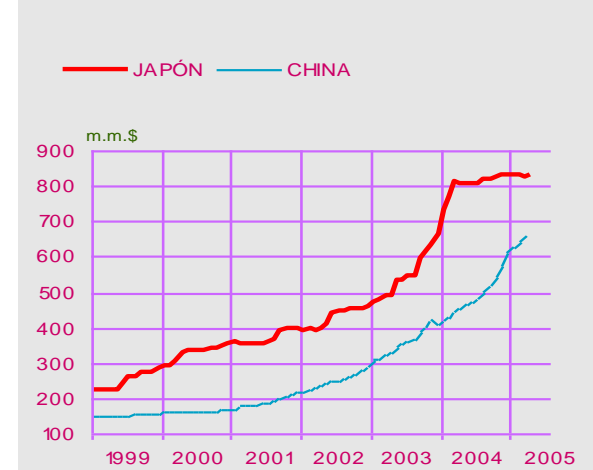
RATIO: RESERVAS ACUMULADAS POR BANCOS ASIÁTICOS EN TÉRMINOS DEL DÉFICIT CORRIENTE EN ESTADOS UNIDOS

1999	26.3
2000	12.6
2001	19.5
2002	36.6
2003	50.8
2004	54.4

ENTRADAS DE CAPITALES EN ESTADOS UNIDOS



RESERVAS DE DIVISAS EN ASIA



El debate actual: causas, sostenibilidad y riesgos



■ No es un problema

- Principales causas (benignas): productividad EEUU y exceso de ahorro global (N-1)
- Dinámica: déficit pero no sube el endeudamiento externo neto actualmente
- Sostenible (productividad, ahorro global, menor “home-bias”)
- Sostenible o, si llegase a no serlo, se corregiría a través de los mercados de cambios de forma ordenada

■ Sí es un problema

- Principales causas (malignas): déficit público EEUU, exceso de consumo EEUU alentado por políticas monetarias y fiscales muy expansivas ($P_v \rightarrow W \rightarrow C$); dudas acerca de permanencia Asia
- Dinámica: eventualmente volverá a subir el endeudamiento exterior neto
- Insostenible
- Riesgos importantes de inestabilidad en mercados financieros y cambiarios y de proteccionismo, con graves repercusiones para la actividad económica global

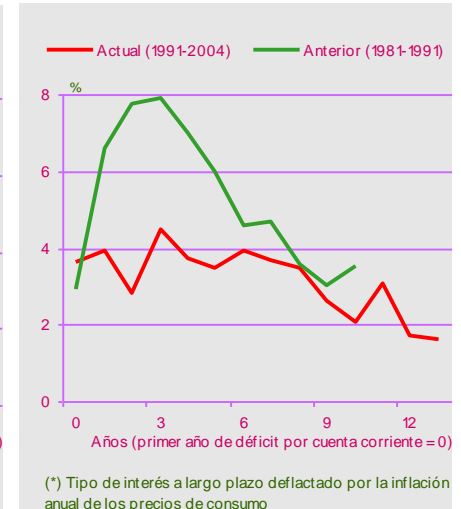
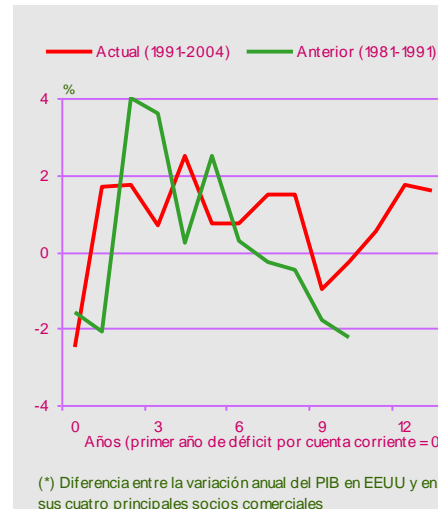
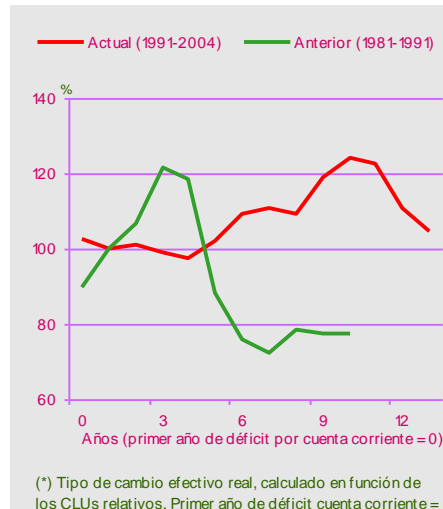
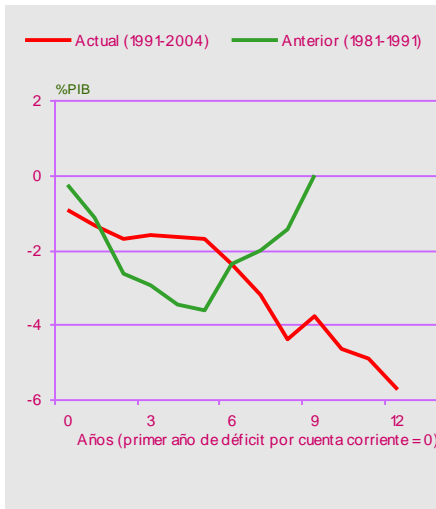


PERIODOS DE DÉFICIT POR CUENTA CORRIENTE EN ESTADOS UNIDOS

CUENTA CORRIENTE

TIPO DE CAMBIO (*)

CRECIMIENTO RELATIVO (*) TIPO DE INTERÉS REAL (*)



Valoración

- **Existen suficientes razones para concluir que**
 - es un problema serio, global, de causas multilaterales y riesgos globales
 - pero no es posible determinar el cómo y el cuándo de la corrección
- **Por ello**
 - políticas económicas vs. corrección vía mercados
- **Políticas económicas (compromiso, estabilizar expectativas)**
 - Estados Unidos: fomentar ahorro privado (m) y ahorro público (f)
 - Europa y Japón: reformas estructurales
 - China y resto Asia: mayor flexibilidad cambiaria y reformar estructuras
- **Cooperación internacional choca con**
 - análisis diferentes de la raíz del problema y de sus responsables
 - dilemas de política económica internos en cada área
 - prioridad a objetivos nacionales frente a los globales



- **Si no se acepta que cada área tiene que soportar cierto coste ahora para contribuir a la solución del problema**

- **Riesgo de que los costes futuros sean mayores para todos**

Ajuste relativamente abrupto de los tipos de interés a largo plazo



- **Epicentro Estados Unidos**

- **Detonantes posibles**
 - miedo a la inflación (poco probable)
 - pérdida de confianza en el dólar ligada a la resolución de los desequilibrios globales

- **Consecuencias adversas sobre**
 - actividad económica
 - mercados financieros

5. ¿Necesita ser reformado el sistema monetario internacional?

- **Los problemas globales requieren respuestas globales**
- **¿Moneda mundial única?**
 - **no deseable económicamente**
 - **inviabile políticamente**
- **¿Retorno a sistema de Bretton-Woods (tipos de cambio fijos pero ajustables)?**
 - **no deseable económicamente**
 - **inviabile sin reintroducir controles sobre los flujos de capitales**
 - **inviabile políticamente**
- **¿Reforzar cooperación informal?**
 - **deseable económicamente**
 - **tal vez no sea políticamente viable hasta que una crisis de alcance global haga ver la necesidad de cooperar globalmente**