

BANCO DE **ESPAÑA**



Madrid, 16 de mayo de 2006

**“Desequilibrios Globales y Gestión del Riesgo”. Congreso Internacional  
APD-BID**

**Jaime Caruana**  
Gobernador del Banco de España

Es un hecho bien conocido que durante 2005 los desequilibrios globales han aumentado significativamente. En concreto, el déficit por cuenta corriente de la economía estadounidense ha alcanzado un nuevo máximo histórico, cuya contrapartida son los grandes superávits registrados en las economías emergentes asiáticas –entre las que destaca, especialmente, China–, los países exportadores de petróleo y Japón.

En cierta medida, estos grandes desequilibrios en las posiciones exteriores de algunas de las principales áreas económicas mundiales son una consecuencia de la globalización. La economía mundial ha alcanzado un elevado grado de integración económica, especialmente en el ámbito financiero, lo que ha permitido una mayor flexibilidad en la asignación de recursos. Las empresas, y entre ellas las españolas, están ahora preparadas para trasladarse allí donde sus productos son demandados o, simplemente, donde sus procesos pueden ser realizados de una forma más eficiente. Los flujos de capitales encuentran cada vez menos barreras para moverse entre los diferentes países, en búsqueda de las oportunidades de inversión más atractivas y de una mayor diversificación. Como consecuencia de esta tendencia, el sesgo doméstico del ahorro –que durante tanto tiempo fue considerado una anomalía difícil de explicar por los modelos teóricos– se ha reducido apreciablemente. Una variedad amplísima de bienes y, de forma creciente, también de servicios, son ahora objeto cotidiano del comercio internacional. Esta mayor flexibilidad es responsable de al menos una parte de la prolongada expansión de la economía mundial en los últimos años. En el futuro, por tanto, es probable que los países experimenten posiciones por cuenta corriente más dispersas, sin que ello implique necesariamente la existencia de desajustes económicos significativos.

Sin embargo, la situación actual no ofrece margen para la complacencia. Sería erróneo considerar los déficits y superávits que actualmente experimentan muchos países como únicamente el resultado natural de las decisiones privadas de los agentes económicos. Otro ejemplo: sería también arriesgado considerar que todas las reducciones experimentadas por las primas de riesgo son debidas a mejoras de fundamentales. En realidad, los desequilibrios globales son también producto de distorsiones de gran alcance y en este sentido, mi opinión es que, al menos en parte, son auténticos “desequilibrios”.

Más allá de la valoración que nos merezcan estos desajustes, interesa destacar los riesgos que conllevarían en caso de que su corrección se produjera de forma desordenada. Las consecuencias de esta corrección desordenada serían muy costosas para la economía global, que experimentaría amplias fluctuaciones en los precios relativos de los activos financieros, una mayor volatilidad, un potencial recrudescimiento de las tendencias proteccionistas y, como consecuencia de todo ello, un período potencialmente prolongado de menor crecimiento. Mi impresión es que los costes asociados a esta disrupción financiera y económica serían con gran probabilidad incluso superiores a lo que sugieren algunos ejercicios basados en los

modelos habituales, pues éstos no pueden reflejar totalmente ni la complejidad de las relaciones financieras del mundo moderno ni todos los canales a través de los cuales discurre la transmisión de perturbaciones.

Considero preciso aclarar, en cualquier caso, que la probabilidad de este escenario sigue siendo, en mi opinión, baja. De hecho, la absorción gradual de los desequilibrios externos, impulsada fundamentalmente por los movimientos de los mercados financieros y de los agentes privados, es perfectamente posible. Pero no sería razonable apostar únicamente por esta opción. El comportamiento de los tipos de cambio en 2005 o la evolución reciente del precio del petróleo, por citar algunos ejemplos, nos recuerdan que los mercados pueden a veces moverse en sentido opuesto al que sería necesario para fomentar la corrección de los desajustes externos. Por este motivo, confiar exclusivamente en los movimientos de los mercados puede suponer una dilación en el ajuste de los desequilibrios, con el consiguiente aumento de sus costes. Es importante incidir en este punto: la acumulación de los desequilibrios durante un período más prolongado aumenta los riesgos de una resolución desordenada y su coste potencial. Este es el motivo por el que resulta necesaria la adopción de políticas económicas adecuadas, que faciliten un ajuste gradual ahora y eviten una corrección más costosa en el futuro.

Como puede deducirse de mis comentarios anteriores, comparto la opinión de que esta reabsorción gradual requerirá, no sólo un realineamiento en el valor de algunas divisas, sino también un mayor equilibrio entre las demandas de las diferentes áreas económicas.

Afortunadamente, existe un elevado consenso en torno a las recomendaciones fundamentales de política económica adecuadas a la resolución de los desequilibrios globales. Este consenso existe por un buen motivo: las políticas que describiré a continuación no son únicamente necesarias desde una perspectiva global, sino que contribuyen a afianzar las bases de un crecimiento sostenible en cada una de las áreas económicas implicadas.

En primer lugar, la contabilidad de la balanza por cuenta corriente nos recuerda que los países deficitarios deben aumentar su ahorro doméstico o, dicho de otra forma, moderar el crecimiento de su demanda interna en relación al de su oferta. Las políticas de ajuste fiscal, especialmente en el caso estadounidense, ofrecen la mejor herramienta para lograr este propósito de forma efectiva. A este objetivo también contribuiría la promoción de un mayor ahorro privado.

En cuanto a los países con mercados emergentes de Asia, con elevados superávits por cuenta corriente, serán necesarios pasos adicionales hacia la flexibilización de sus tipos de cambios. Esta flexibilización, introducida de forma gradual y dentro de la secuencia de reformas adecuada a cada caso, puede tener repercusiones claramente positivas para el conjunto de la

región asiática, y las tendría incluso si no existiese la preocupación por la dependencia de estas economías del mantenimiento de déficits externos en el resto del mundo.

En vista de las ramificaciones que sobre dichas posiciones externas podría tener el continuado encarecimiento de los productos energéticos, creo que es importante que los países exportadores de petróleo y otras materias primas promuevan un reciclaje eficiente de los ingresos obtenidos por esta vía. Además, en línea con las recomendaciones del Comité Monetario y Financiero Internacional del FMI, el conjunto de recomendaciones de política económica adecuadas en el contexto presente debe incluir las reformas orientadas a reducir la dependencia de la economía mundial del petróleo, sin perjuicio de que tanto los productores como el sector público colaboren estrechamente para expandir la capacidad de producción y refino.

Por último, Japón y el área del euro tienen la obligación de continuar la adopción de reformas estructurales que aumenten sus tasas de crecimiento potencial. A propósito de esta cuestión, el entorno actual de elevado crecimiento mundial es propicio para afrontar cambios legislativos que son necesarios en Europa. En concreto, aliviar el problema de las rigideces en el sector de los servicios liberaría el ritmo de avance de la productividad europea, lo que también contribuiría a la resolución de los desequilibrios globales.

Tras haber descrito las políticas que debemos esperar de las autoridades públicas, paso ahora a explicitar los desafíos que la situación actual presenta para el sector privado y cómo puede éste, a mi juicio, hacer frente a las incertidumbres inherentes a la coyuntura presente. Creo que, en gran medida, estas incertidumbres se derivan del hecho de que la configuración actual del sistema financiero internacional no ha sido sometida hasta el momento a un escenario de tensión comparable al que podría darse como consecuencia de la resolución desordenada de los desequilibrios globales. La integración global y la proliferación de nuevos instrumentos financieros han propiciado una distribución más amplia de los riesgos financieros, tanto en términos geográficos como en lo que respecta a los agentes afectados. Durante los últimos años, las entidades financieras, cuyos balances solían concentrar un porcentaje muy importante de estos riesgos, han transferido una parte sustancial a otros agentes, tales como los fondos de inversión alternativa (hedge-funds) o los propios hogares. En algunos casos, estos agentes están sometidos a un nivel de supervisión oficial menor, lo que hace más difícil valorar cuáles son los riesgos del sistema en su conjunto, quiénes los soportan y cómo reaccionarán ante un aumento de la volatilidad.

En todo caso, el sector privado ha logrado ya avances muy importantes para lograr una protección más efectiva frente a estos riesgos, que comentaré al tiempo que adelanto algunas recomendaciones para continuar con este proceso.

En cuanto al sector empresarial y los hogares, hay que hacer hincapié en el hecho de que ambos cuentan con una riqueza elevada en la mayoría de los países industrializados, que ofrece un margen suficiente para absorber futuras perturbaciones. Parte de esta riqueza, no obstante, es susceptible de verse erosionada si se producen cambios abruptos en el precio de los activos financieros y reales, como podría ocurrir si los desequilibrios globales inician una reversión desordenada. Por este motivo, es importante que las empresas y los hogares sean conscientes de los riesgos en que están incurriendo; en particular, sería positivo un aumento del ahorro de los hogares en aquellos países donde se han observado procesos de endeudamiento rápidos en los últimos años.

En lo que atañe a las instituciones financieras, su posición parece suficientemente sólida como para afrontar una corrección de los desequilibrios globales, incluso si esta viniera acompañada de un deterioro de las condiciones financieras y un aumento moderado de la volatilidad. Esta solidez responde a tres elementos principales: al avance en las técnicas de gestión de riesgos que se ha producido en los últimos años y que, con toda probabilidad, continuará en el futuro. En segundo lugar, con carácter general al acumular en un periodo de condiciones favorables suficiente margen de maniobra. Me refiero a capital y reservas y finalmente a un incremento de la transparencia. Creo además que el nuevo marco regulatorio del capital ayudara a reforzar estos elementos antes mencionados.

Sin embargo hay todavía mucho por hacer y me gustaría referirme a tan solo dos de las áreas que considero especialmente interesantes para el trabajo futuro.

En primer lugar, en un mundo caracterizado por vinculaciones financieras cada vez más complejas, pero a la vez más relevantes, los procedimientos de medición del riesgo deben considerar y cuantificar el impacto de cambios significativos de escenario económico: cambios en los precios de los activos, cambios en la solvencia de otros participantes en los mercados, y otras variables sobre el balance de las instituciones financieras, pero no resulta suficiente conformarse con esta información. Los ejercicios de medición del riesgo deberían tomar en cuenta cambios en el panorama macroeconómico, cambios de ciclo e impacto de posibles perturbaciones, que pudieran afectar al sector empresarial y a los hogares. Especialmente, tras procesos de cambio sustanciales de sus balances que pueden hacer que la experiencia del pasado sea insuficiente para valorar las presentes circunstancias. Aunque ya hemos asistido a algún avance en esta dirección, creo que éste es un aspecto que convendría claramente desarrollar.

En segundo lugar, aún hay margen para promover una integración más efectiva de los procedimientos de medición del riesgo y control interno en las decisiones de las instituciones financieras, que además incorpore los nuevos riesgos que van apareciendo o que aumentan su importancia. En sistemas tan sofisticados como los actuales el riesgo de liquidez requiere

una especial atención. Los procesos de transferencia de riesgo incrementan también los riesgos de debilidades en los modelos, los riesgos operativos y legales. Finalmente me gustaría destacar un tipo de riesgo al que crecientemente deben enfrentarse las entidades basadas en la confianza: el riesgo reputacional.

A modo de conclusión, diría que la situación presente es de cambio estructural profundo en la economía mundial hacia una mayor integración y flexibilidad. Algunas de estas transformaciones ya han mostrado sus frutos y creo que estos serán aún más claros en el futuro, aunque ineludiblemente nos obliguen a enfrentar una mayor incertidumbre durante la fase de transición. Aprovechar al máximo esta oportunidad exigirá que las administraciones se esfuercen por corregir sesgos y trabas pertenecientes a otra época. El sector privado, por su parte, tendrá que afrontar la difícil tarea de valorar y protegerse ante a nuevos riesgos, para los que la experiencia pasada no ofrece quizás indicaciones suficientes. Para ambos, creo que estos son tiempos en los que la acción decidida, pero guiada por la prudencia, vuelve a ser una estrategia mejor que la inactividad.

Muchas gracias.