

BANCO DE **ESPAÑA**



Valencia, 20 de diciembre de 2007

## **El impacto de la globalización sobre la política monetaria y la estabilidad financiera**

Conmemoración del 40 aniversario de la Facultad de Economía.

Universidad de Valencia

**José Viñals**

Subgobernador del Banco de España

Queridos amigos:

Es un honor para mí haber sido invitado a participar en este acto, que pone fin a las actividades llevadas a cabo en los últimos doce meses para conmemorar el 40 aniversario de la Facultad de Ciencias Políticas, Económicas y Empresariales. Vaya, por tanto, mi agradecimiento a la Decana y al equipo directivo de la Facultad por su amable invitación; agradecimiento que deseo hacer extensivo a todos los que forman parte de la misma.

Durante estas cuatro décadas de vida de la Facultad, muchas cosas han cambiado, tanto en España como en el mundo. En nuestro país, los cambios políticos, sociales y económicos han sido tantos y tan profundos que la España de finales de los años 60 apenas si nos resulta reconocible; y el mundo ha experimentado transformaciones de gran calado que eran impensables en aquellos tiempos.

La globalización, entendida como un proceso de creciente integración a nivel mundial, constituye, sin duda, uno de los fenómenos más sobresalientes y con mayor capacidad de transformación de nuestro entorno de las últimas décadas. Este proceso de integración diluye y hace más permeables las fronteras nacionales, proyectándose en múltiples dimensiones: social, política, cultural y, por supuesto, económica.

En muchos aspectos, la globalización es un fenómeno potencialmente enriquecedor. Así cabe considerar, en el ámbito cultural y social, la globalización de los medios de comunicación, de la información y del conocimiento, o la creciente generalización de ciertas pautas de comportamiento social, que facilitan las interrelaciones y acortan distancias. Sin embargo, también se globalizan los problemas y otros aspectos menos positivos. Tal es el caso del terrorismo global, en el ámbito político y geoestratégico, o del calentamiento del planeta, en el ámbito medioambiental, problemas que requieren la búsqueda de soluciones globales.

Pero no pretendo abordar hoy la globalización desde una perspectiva tan amplia. En razón del interés de la audiencia, y en estricta aplicación del principio de la ventaja comparativa, centraré mi intervención en algunos aspectos del proceso de globalización ligados al plano económico y financiero, que me parecen particularmente relevantes.

En las últimas décadas –y, en particular, en los últimos diez o quince años– el proceso de globalización ha recibido un impulso singular, apoyado en dos tipos de factores, que han caracterizado también otras etapas de integración acelerada en la historia del progreso humano: la tecnología y los cambios políticos e institucionales.

Los avances tecnológicos han permitido una profunda transformación en aspectos cruciales para la integración. En el transporte, el uso generalizado del contenedor –tan importante, por cierto, para el despegue del puerto de Valencia– y la mayor accesibilidad del transporte aéreo han reducido el coste de movilizar bienes y personas a través del globo. En el área de las tecnologías de la información, la universalización de los ordenadores, la mejora de las comunicaciones y, en particular, la utilización de internet han reducido hasta límites insospechados el coste de

transmisión, obtención y tratamiento de la información. Estos cambios tecnológicos han transformado los procesos productivos, permitiendo su segmentación entre distintas localizaciones, y han revolucionado el funcionamiento de los mercados financieros.

Además, en el ámbito institucional, la recuperación del multilateralismo, la mayor integración comercial y regional –siendo la Unión Europea un caso paradigmático en este sentido– y la liberalización de los flujos de capitales se han constituido en motores de la globalización. A ellos hay que añadir, en un plano más político, la caída del “telón de acero”, a finales de los ochenta, y el colapso del modelo económico socialista en Europa del Este y en otros países, que ha propiciado su irrupción en la escena económica mundial. Un caso señalado es el de China, que está diseñando su propia vía hacia una economía de mercado y es ya una potencia económica de primer orden.

Algunas cifras ayudan a entender la magnitud del impulso que el conjunto de estas fuerzas ha dado al proceso de globalización.

La creciente integración de los mercados de bienes ha hecho que el peso del comercio exterior en el PIB mundial casi se haya triplicado en los últimos treinta años, y represente ya cerca del 30%. Los mercados de trabajo han experimentado, asimismo, un rápido proceso de interconexión, que se ha manifestado, de una parte, en forma de flujos de inmigración. En particular, la inmigración que reciben los países de la OCDE, principalmente de las zonas en vías de desarrollo, medida como porcentaje de la población residente, también se ha triplicado en los últimos 30 años. España es uno de los ejemplos más destacados de esta evolución, con una ratio de población extranjera residente que se acerca al 10% de la población total, frente a cifras inferiores al 2% a finales de los años noventa. De otra parte, la segmentación de los procesos productivos y la deslocalización de la mano de obra también han aumentado la integración de los mercados de trabajo, al propiciar que trabajadores de distintos países participen en distintas fases de un mismo proceso productivo (fenómeno conocido como *offshoring*). Todo ello ha tenido lugar en paralelo con la eclosión de las economías emergentes, cuyo peso en el PIB y el comercio mundiales se ha elevado rápidamente.

Con todo lo llamativas que son las cifras que ilustran la globalización económica, los avances en la integración financiera han sido aún mucho más intensos: por ejemplo, en 1970, los activos exteriores de las economías desarrolladas eran equivalentes al 25% de su PIB; ya en 1990 esa ratio se había triplicado, y se ha vuelto a triplicar desde entonces, alcanzando en 2005 el 225% del PIB. La mayor velocidad adquirida por la integración financiera es un reflejo del enorme desarrollo que ha adquirido la dimensión monetaria y financiera de las economías, frente a la dimensión ‘real’. Por ejemplo, en Estados Unidos, el valor los activos financieros es siete veces el valor del PIB.

La magnitud de las transformaciones que está provocando la globalización sobre la economía real y el funcionamiento del sistema financiero obligan a las autoridades a preguntarse cuáles son las consecuencias para el funcionamiento de la economía y las implicaciones para sus decisiones de política económica. Por ello, y dada mi labor como banquero central, quiero dedicar el resto de esta conferencia a reflexionar sobre las implicaciones de esta etapa de intensa globalización para la estabilidad monetaria y financiera, área de responsabilidad principal de los bancos centrales y

pieza clave para garantizar ritmos de crecimiento económico sostenido que permitan mejorar el nivel de vida de los ciudadanos.

Es importante señalar que, en las últimas décadas, la confluencia de objetivos de las políticas monetarias de muchos países en torno a la estabilidad de precios –entendida como el mantenimiento de tasas de inflación bajas y estables– ha sido generalizada, en respuesta al consenso, prácticamente universal, de que esta es la mejor forma en que la política monetaria puede contribuir a la estabilidad macroeconómica y al crecimiento. Este objetivo general es compatible, sin embargo, con estrategias diferentes. En algunas de ellas, la inflación se convierte en objetivo único de la política monetaria –como en el caso del Banco de Inglaterra–, en otras, es el objetivo primordial –como en el BCE– o también puede formar parte de un objetivo dual, como ocurre en la Reserva Federal.

En cuanto a la estabilidad financiera, esta se concreta en algunos aspectos clave, como son: i) la solidez de las entidades de crédito (bancos y cajas) y la eficiencia en su tarea de canalizar los flujos de ahorro hacia la inversión; ii) el correcto funcionamiento de los mercados ; y iii) la calidad de las infraestructuras operativas (sistemas de pago, de contratación, compensación y liquidación), que soportan la actividad de las entidades. Los bancos centrales tienen, en general, competencias en este terreno, que se traducen en distintas funciones: asegurar el buen funcionamiento de los sistemas de pago, ejercer de suministradores básicos de liquidez y prestamistas de última instancia –una tarea que está alcanzando gran relevancia en los últimos meses, al hilo de las turbulencias financieras recientes– y, en numerosos casos, entre ellos el español, llevar a cabo la supervisión y regulación de las entidades bancarias.

¿Qué implicaciones tiene la globalización sobre estas tareas de los bancos centrales? La globalización económica –aquella que se refiere al funcionamiento del sector real de la economía– afecta, sobre todo, al manejo de la política monetaria (y repercute algo sobre la estabilidad financiera), mientras que la globalización financiera afecta directamente tanto a la estabilidad financiera como a la política monetaria.

En cualquier caso, la experiencia de los últimos años parece indicar que la globalización no ha planteado problemas importantes para la política monetaria en la consecución del objetivo de estabilidad de precios. Bien al contrario, parece incluso haberla facilitado, como argumentaré más adelante.

En general, la globalización parece haber contribuido a mejorar el potencial de crecimiento económico, a través principalmente de su impacto favorable sobre la productividad global. En efecto, la mayor competencia que trae consigo la globalización ha fomentado la innovación en los procesos productivos, mientras que el acceso a un mercado global permite el aprovechamiento de las economías de escala, todo lo cual tiende a propiciar un mayor avance de la productividad. En conjunto, la fase de globalización más reciente ha coincidido con un período de notable estabilidad macroeconómica, caracterizado por un elevado ritmo de crecimiento –en el último lustro se ha alcanzado el período de crecimiento económico más alto de los últimos treinta años–, la consecución de tasas de inflación bajas y estables, y una reducida volatilidad macroeconómica –fenómeno que se conoce como 'la gran moderación'–.

Esto no quiere decir, sin embargo, que los buenos resultados en términos de moderación de la inflación puedan ser atribuidos únicamente a la globalización. De hecho, el factor que ha propiciado, en primera instancia, la moderación de la inflación ha sido el creciente consenso en torno a la orientación de las políticas monetarias hacia la estabilidad de precios. No en vano, en el largo plazo, la inflación es un fenómeno primordialmente de carácter monetario.

Los elementos básicos de ese consenso son varios: i) la importancia del marco institucional y, en concreto, de la independencia de los bancos centrales y de la estabilidad de precios como objetivo primordial a medio plazo; ii) un entendimiento en torno a qué se considera estabilidad de precios –una inflación anual hasta el 2% ó el 3%, dependiendo de las características estructurales de cada país (algo menos del 2% en la zona euro)–; iii) la convergencia hacia estrategias de “discrecionalidad limitada” en los procesos de toma de decisiones, lo que mejora el marco de actuación; y iv) la predicibilidad, transparencia y buena comunicación como aspectos fundamentales en la gestión de la política monetaria.

La aplicación de este consenso ha permitido el anclaje de las expectativas de inflación y ha favorecido el mantenimiento de tasas moderadas de aumento de los precios. Junto con ello, la evidencia disponible sugiere que la globalización, efectivamente, ha facilitado la tarea de los bancos centrales en el control de la inflación a través de varias vías.

Por una parte, la globalización ha impulsado al alza los precios de las materias primas y a la baja los de las manufacturas. Esto ha sido consecuencia, en buena media, del impacto positivo que este proceso ha tenido tanto sobre la demanda de materias primas como sobre la oferta de productos manufacturados, al hilo de la incorporación de las economías emergentes –y en particular, de China y la India- al mercado global. Parece claro que estos movimientos contrapuestos de precios son, en realidad, un importante ajuste de precios relativos, pero han tenido también un efecto neto favorable sobre la tasa de inflación en las economías desarrolladas, que se ha visto reducida en unas pocas décimas por año. Cuestión distinta es cuanto durará este ligero impacto favorable, pues cabe esperar que, aunque pueda ser persistente, tenga carácter transitorio.

Por otra parte, la globalización ha podido tener otros efectos favorables sobre la inflación, al fomentar un entorno de mayor competencia exterior, a través del comercio internacional y de los flujos de inmigración, que habría favorecido, a su vez, una mayor disciplina de salarios y precios.

Otro cambio importante en el entorno de la política monetaria que se ha observado en los últimos años, en el contexto de una creciente integración económica, ha sido el aplanamiento de las curvas de Phillips en la mayoría de las economías. Esto significa que, a corto plazo, los cambios en el ritmo de actividad económica (o en la evolución de las tasas de paro) inciden menos que en el pasado sobre la inflación. El aplanamiento observado puede ser resultado, al menos en parte, de una mayor flexibilidad de la economía ligada a la globalización.

Así pues, el impacto favorable de la globalización sobre el comportamiento de la inflación ha venido a sumarse al que se deriva de la puesta en práctica de unas políticas monetarias decididamente anti-inflacionistas, que han conseguido anclar las expectativas de inflación de los agentes en torno a tasas mucho más reducidas que en el pasado. Este anclaje también habría

contribuido –poderosamente– a hacer menos sensible la evolución de la inflación a los cambios en el ritmo de actividad económica.

En otras palabras, si bien la globalización ha reforzado la credibilidad de la política monetaria, reduciendo la variabilidad de la inflación y moderando su respuesta ante mayores ritmos de actividad económica –en relación con el pasado–, cualquier relajamiento de la disciplina monetaria daría lugar a un desanclaje de las expectativas de precios y de la propia inflación, con los efectos negativos que ello comporta. Si, como he señalado antes, en el largo plazo la inflación es fundamentalmente un fenómeno monetario, la política monetaria debe mantenerse vigilante y no bajar la guardia.

Además, aunque la globalización económica haya contribuido a la reducción de la inflación y haya facilitado, en ese sentido, la tarea de la política monetaria, en otros sentidos la ha complicado, al añadir mayores incertidumbres al entorno general en el que las autoridades deben tomar sus decisiones. Así, por ejemplo, la globalización dificulta la medición de variables muy relevantes para ese proceso de decisión, como son el producto potencial y la brecha de producción. Asimismo, la dimensión exterior gana relevancia, de modo que hay que tener cada vez más en cuenta las variables externas. En definitiva, que los banqueros centrales tenemos que pensar, cada vez más, en clave global, aunque sigamos actuando en clave local.

Si la globalización económica ha facilitado, en conjunto, el logro de una inflación reducida, la globalización financiera ha añadido complejidad, tanto por lo que se refiere a la instrumentación de la política monetaria como en el ámbito de la estabilidad financiera. Ello introduce nuevos retos para los bancos centrales, que se han puesto particularmente de manifiesto a raíz de la turbulencia financiera que comenzó el pasado verano, y en la que seguimos inmersos, a la que me referiré más adelante.

Pero antes, para entender adecuadamente las causas y los efectos de la turbulencia, examinaré brevemente las principales características del proceso de globalización financiera en estos últimos años que, junto con la innovación, han ido configurando un 'nuevo sistema financiero internacional', cuyos rasgos más sobresalientes son los siguientes: i) creciente libertad de los flujos internacionales de capitales; ii) rapidez en la obtención y difusión de información a escala global; iii) integración de los mercados financieros nacionales en mercados verdaderamente globales y la internacionalización de la actividad bancaria (el fenómeno de los bancos globales); iv) aparición de nuevos productos financieros, entre ellos, muchos 'productos derivados' de creciente complejidad; y v) aparición de nuevos agentes e instrumentos de inversión (hedge funds, private equity, conduits, vehículos de inversión estructurada –SIVs, en inglés–), cada vez más opacos en su operativa y escasamente sometidos a las regulaciones prudenciales. Relacionado con este punto, un último rasgo a mencionar es la creciente importancia, sobre todo en los países anglosajones, de un modelo bancario basado en el principio de 'originar para distribuir', que, a diferencia del modelo de banca tradicional, no mantiene el crédito en el balance sino que, tras concederlo, lo empaqueta en forma de bonos y lo vende a terceros.

Todo ello ha tenido lugar en un contexto de abundante liquidez a escala global, como resultado, no sólo de tipos de interés oficiales relativamente reducidos en las principales áreas del mundo, sino de la creciente capacidad de los mercados, a través, precisamente, de estas innovaciones

financieras, para multiplicar la liquidez mediante elevados niveles de endeudamiento, o apalancamiento, en cadena.

Este 'nuevo sistema financiero internacional' ha tenido, a mi juicio, un impacto muy favorable, en conjunto, sobre la economía mundial, si bien ha habido algunos excesos, que en parte están detrás de la actual turbulencia financiera y que deben ser corregidos. En otras palabras, una situación de claroscuros, pero donde creo que las luces claramente prevalecen sobre las sombras, tanto para las economías desarrolladas como para las emergentes.

Respecto a las luces, el nuevo sistema financiero global se compone de mercados más completos, profundos y líquidos, lo que permite una mayor eficiencia en la asignación de los recursos, dentro de los países y entre países. También promueve una mayor diversificación y dispersión de riesgos, lo que tiende a generar más resistencia ante perturbaciones negativas. Me gustaría resaltar este punto, porque en la última década no han escaseado las perturbaciones con potenciales impactos negativos para la economía mundial: recordemos el estallido de la burbuja tecnológica, al comienzo de la década actual, que tuvo un impacto importante en las economías avanzadas, pero no demasiado profundo o persistente; también hay que mencionar, en este sentido, la crisis argentina, los acontecimientos del 11 de septiembre de 2001, o los escándalos corporativos de Enron, Worldcom o –aquí en Europa– Parmalat, cuyos efectos negativos han sido considerablemente menores a escala global que lo que hubiera sido el caso en épocas previas.

Otro aspecto positivo que quiero destacar es el efecto disciplinador que la mayor libertad de flujos internacionales de capitales ha tenido sobre las políticas económicas de los países. Las presiones competitivas que mencionaba antes no sólo afectan a las empresas, sino también a los estados y, en este sentido, la movilidad del capital ha contribuido a incrementar la disciplina económica, sobre todo en las economías emergentes.

Pero también han existido sombras en el proceso, que han aflorado de manera súbita en los últimos meses. Así, la dispersión del riesgo favorecida por la innovación financiera y la globalización no ha sido homogénea, sino que se han generado bolsas de fragilidad, resultado de la concentración de riesgos. A su vez, la opacidad y complejidad de muchos de los nuevos productos financieros, y la proliferación de nuevos agentes y vehículos de inversión han demostrado que los problemas se pueden acumular silenciosamente y que, en ocasiones, solo se conoce su verdadero calado y magnitud cuando estallan. Por otro lado, los desarrollos financieros recientes también parecen haber generado incentivos inapropiados, que han derivado en una vigilancia insuficiente de los riesgos y en niveles excesivos de endeudamiento; incentivos que el comportamiento gregario que a veces caracteriza a los mercados financieros, ha tendido a intensificar.

Por último, la globalización financiera –y el diferente grado de desarrollo de los sistemas financieros desarrollados y emergentes, a favor de los primeros– ha propiciado un patrón poco común de desequilibrios globales de balanza de pagos y de movimientos de los flujos internacionales de capitales, que en lugar de ir desde los países ricos hacia los pobres (para financiar el desarrollo de éstos, atraídos por una mayor rentabilidad potencial), están yendo desde los países en desarrollo hacia la economía más rica del mundo –los Estados Unidos–, para financiar su elevado déficit exterior.

Ahora bien, dicho todo esto, ¿qué retos entraña el 'nuevo sistema financiero' surgido de la globalización para la política monetaria y para la estabilidad financiera?

Respecto a la política monetaria el principal reto es, sin duda, tenerse que llevar a cabo en un entorno de mayor incertidumbre. En primer lugar, las condiciones globales de liquidez, que en los últimos años han sido muy holgadas, son cada vez más relevantes en la determinación de los tipos de interés a largo plazo, lo que ha implicado una creciente desconexión respecto de los tipos a corto plazo –sobre los que tienen influencia directa las decisiones de política monetaria nacionales–. Por otro lado, el conocimiento de los mecanismos de transmisión monetaria es cada vez más incierto, porque ignoramos aún muchas cosas sobre los nuevos productos y agentes financieros. Sabemos bastante más acerca de cómo se comportan los agentes tradicionales como los bancos, compañías de seguros y los fondos de pensiones, pero, incluso en estos casos, los patrones de comportamiento han cambiado. En definitiva, aunque el mecanismo de transmisión monetaria no llega a ser una 'caja negra', sí es, al menos, una caja algo más oscura que en el pasado.

Por otra parte, las perturbaciones exteriores de carácter financiero, que pueden surgir inesperadamente y cuyos efectos pueden ser importantes, dado el tamaño de los mercados financieros globales, constituyen una fuente adicional de riesgo.

A pesar de todo, hay que reconocer que este entorno de mayor incertidumbre no ha sido, hasta el momento, un obstáculo insalvable para que la política monetaria alcanzara su objetivo de estabilidad de precios. Sin embargo, en el ámbito de la estabilidad financiera el 'nuevo sistema financiero' ha significado nuevos retos para los bancos centrales, como se ha puesto de relieve en el actual episodio de turbulencias.

El origen de las turbulencias financieras se halla en el mercado hipotecario de Estados Unidos, donde, en los últimos años –y al calor de la expansión del mercado inmobiliario–, se ha venido concediendo una proporción creciente de préstamos hipotecarios a clientes que no reunían las garantías apropiadas (denominados préstamos subprime, término que se refiere a la reducida capacidad de los prestatarios para hacer frente al servicio de la deuda contraída). ¿Qué factores han dado lugar a un desarrollo excesivo de ese tipo de préstamos? Básicamente la confianza de los deudores –y de los acreedores– en la posibilidad de refinanciar sus préstamos en el futuro, en un contexto de fuerte revalorización de los precios de la vivienda, activo que constituye la garantía del préstamo.

En el caso de los acreedores, el modelo bancario de 'originar para distribuir' ha generado incentivos perversos. En este esquema los préstamos, una vez concedidos, no permanecen en el balance del originador. Bien al contrario, la rentabilidad deriva de la cantidad de créditos concedidos que son titulizados y revendidos con jugosas comisiones, sin importar, en principio, el riesgo de crédito, ya que este es asumido por un tercero. En el caso de las hipotecas subprime, estos terceros han resultado ser vehículos de inversión de diversa índole y bancos de numerosos países, que habían adquirido bonos estructurados, más o menos complejos, colateralizados con ese tipo de hipotecas. Aparte de la elevada rentabilidad de los bonos, un elemento adicional que ha facilitado su distribución, a pesar de las dificultades de valoración que entrañan, ha sido que las



agencias de calificación les han otorgado ratings elevados (triple A en muchos casos). En definitiva, ante la complejidad y opacidad de muchos de estos productos, los inversores han confiado en los ratings de las agencias, sin plantearse en qué medida estas disponían de modelos de valoración apropiados, o, incluso, en qué medida un buen rating constituía una garantía suficiente. En cierto modo, los inversores han pecado también, en muchos casos, de falta de prudencia y de la diligencia debida.

El mecanismo de generación y distribución que acabo de describir ha venido funcionando –y de forma cada vez más intensa– hasta que el cambio de ciclo en el mercado inmobiliario de Estados Unidos ha producido un deterioro importante de los activos hipotecarios subyacentes, que se ha ido haciendo evidente en el primer semestre de 2007. En efecto, tras el inicio de un ciclo alcista de tipos de interés por parte de la Reserva Federal, la trayectoria ascendente de los precios de la vivienda en Estados Unidos terminó por quebrarse, propiciando un incremento muy acusado de la morosidad hipotecaria, especialmente en el segmento subprime de este mercado. Se ha generado así una elevada desconfianza en los productos estructurados basados en esas hipotecas, que se ha traducido en una revisión de los ratings de muchos de ellos, desde los niveles de triple A que eran habituales hasta calificaciones crediticias mínimas. En consecuencia, la “cadena financiera” de generación y distribución se ha roto y los mercados de productos estructurados se han paralizado, aflorando una notable incertidumbre sobre la distribución última de las pérdidas y su verdadera magnitud. En la medida en que algunos bancos importantes, como ya he señalado, están implicados en la tenencia de estos productos estructurados, se ha producido un contagio de la desconfianza hacia los mercados interbancarios, que también se han bloqueado, salvo en plazos muy cortos.

Todo ello ha ido perfilando un panorama de escasez y encarecimiento de la financiación, de forma que la crisis de confianza y la crisis de liquidez han ido de la mano. Pero ¿cuáles han sido los aspectos realmente inesperados en el desarrollo de esta turbulencia financiera?

No lo ha sido la elevación generalizada de las primas de riesgo que registraron los activos crediticios más arriesgados a partir del mes de julio, puesto que se había reconocido repetidamente que la valoración de los riesgos era anormalmente baja. En este sentido, cabría considerar que la corrección al alza experimentada por estas primas ha sido saludable.

Por el contrario, la rapidez con que los mercados de productos estructurados (basados en hipotecas) han perdido liquidez, la duración de esta “sequía” y la paralización de los mercados interbancarios a plazo durante todos estos meses, sí han sido aspectos en gran medida inesperados. Como también ha sido inesperado el origen de los problemas, dado que la crisis actual del mercado subprime de Estados Unidos supone unas pérdidas potenciales que apenas alcanzan el 0,5% de los activos bancarios globales. La rápida transmisión de la turbulencia hacia un número elevado de mercados financieros, dispersos en términos geográficos, subraya la importancia que la pérdida de confianza tiene para los mercados a escala global.

La reacción de los bancos centrales de las principales economías avanzadas ante la tormenta financiera ha sido, en primera instancia, la de inyectar liquidez para calmar las tensiones en los mercados interbancarios. Estas acciones fueron individuales hasta que la semana pasada la Reserva Federal, el BCE y otros tres bancos centrales coordinaron sus esfuerzos, en vista de que el mal funcionamiento de los mercados interbancarios persistía. Algunos bancos centrales también

han reducido sus tipos de interés oficiales, como la Reserva Federal o el Banco de Inglaterra, mientras que otros, como el BCE o el Banco de Japón los han mantenido, frente a las expectativas de subida que había antes del verano. En Estados Unidos, han habido también algunas iniciativas que implican al sector privado (aunque con el apoyo de las autoridades) para renegociar los términos de algunos préstamos hipotecarios de peor calidad, soslayando las revisiones de los tipos de interés, con objeto de evitar nuevos incrementos de la morosidad.

Las autoridades regulatorias y supervisoras hemos abierto también un proceso de reflexión sobre los mecanismos de control, para reducir los riesgos sobre la estabilidad financiera en el futuro. Esta reflexión se desarrolla a distintos niveles, aunque todos tienen en común su carácter multilateral: el Foro de Estabilidad Financiera, el Banco de Pagos Internacionales de Basilea, el G-7, el G-20 o la propia Unión Europea.

Lo cierto es que, a pesar de todas estas reacciones, las tensiones en los mercados financieros internacionales no ha remitido, sin que pueda preverse, hoy por hoy, cuándo retornará la calma y se normalizará su funcionamiento.

En cualquier caso, y para hacer una valoración razonable de la situación actual y de los riesgos, no debe olvidarse que existen determinados elementos de fortaleza que están ayudando a limitar el impacto de la tormenta financiera a escala internacional: el buen tono de la economía global, donde la moderación del crecimiento norteamericano viene compensada en buena parte por el dinamismo de otras economías, entre las que destacan los países emergentes y en desarrollo (como Asia, América Latina, etc.); la favorable situación inicial de los bancos en términos de capitalización y beneficios (que les proporciona colchones para absorber eventuales pérdidas); y la solidez patrimonial de las empresas y las familias (con la excepción del segmento “sub-prime” en los EEUU).

Aunque, según he mencionado, no resulta posible pensar aún cuánto más va a durar la tormenta financiera, las dificultades e incertidumbres actuales no deben hacernos perder la perspectiva y llegar a una valoración negativa del proceso de globalización financiera. Por el contrario, creo que la valoración debe seguir siendo favorable, principalmente por dos razones: de una parte, porque la globalización financiera nos ha legado un sistema financiero internacional más eficiente y, salvo algún segmento concreto, más sólido; y, de otra, porque la globalización financiera es la contrapartida necesaria de la globalización económica y porque ambas se refuerzan mutuamente, con los consiguientes beneficios que ello supone en términos de un mayor potencial de crecimiento económico.

Lo que sí resulta necesario, a la luz de las tensiones actuales, como he mencionado anteriormente, es identificar los fallos que han habido en el funcionamiento del nuevo sistema financiero internacional para corregirlos y evitar que, en el futuro, se repitan episodios de tensión financiera como el que estamos viviendo.

Permítanme que termine resumiendo las conclusiones principales de mi intervención. En ella, he examinado algunos de los desafíos más importantes que el proceso de globalización entraña para los bancos centrales en lo que respecta a sus dos funciones primordiales, mantener la estabilidad de precios y salvaguardar la estabilidad financiera, por ser ambas requisitos imprescindibles para

que las economías crezcan a ritmos sostenidos y, de esta forma, contribuyan a mejorar los niveles de vida de los ciudadanos.

Hasta ahora, cabe concluir que los desafíos se han superado, que el proceso de globalización ha facilitado el sostenimiento de tasas de inflación moderadas y que, a pesar del actual episodio de turbulencia, la estabilidad financiera también ha salido reforzada. No es casualidad, por lo tanto, que la fase más reciente del proceso globalizador haya coincidido con la etapa de mayor prosperidad de la economía mundial en las últimas décadas.

Ha sido precisamente durante todos estos años cuando la Facultad de Económicas ha ido creciendo, vertebrándose de forma cada vez más sólida y formando generaciones de economistas que, desde diversos y numerosos ámbitos, y en diferentes capacidades, han contribuido y contribuyen a la prosperidad de la Comunidad Valenciana y de España y a reforzar su papel en este mundo globalizado en el que estamos inmersos.

Muchas gracias.