

## I. Cuando el futuro deviene presente

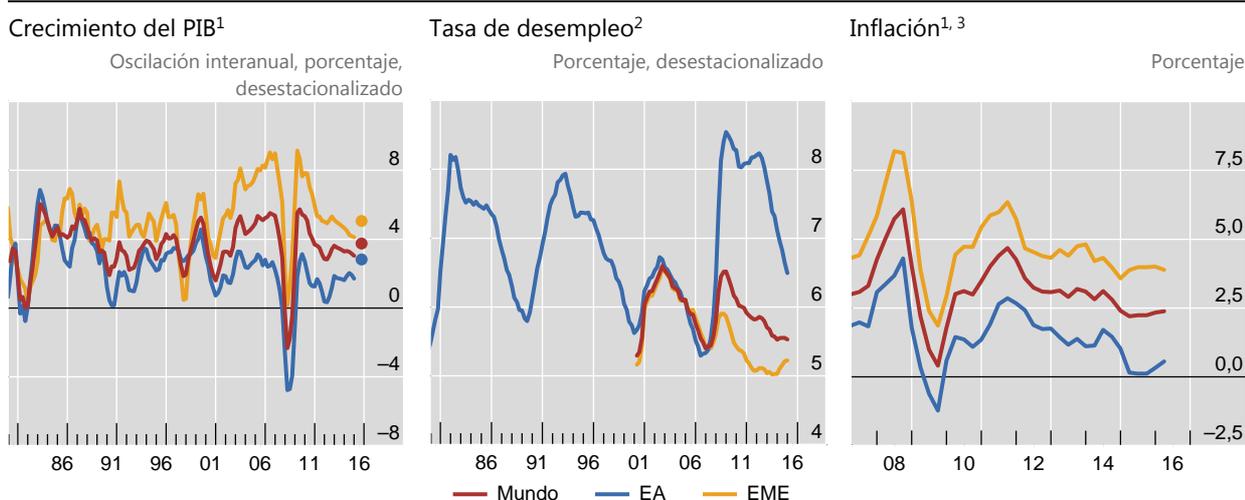
La economía mundial sigue creciendo, pero todavía da la sensación de que el ajuste es desigual e inconcluso. Las expectativas no se han cumplido, la confianza no se ha recuperado y las marcadas oscilaciones de los tipos de cambio y los precios de las materias primas el pasado año sugieren la necesidad de un reajuste fundamental. En este punto, cabe preguntarse hasta qué punto la actual expansión mundial es sólida y sostenible.

Los indicadores habituales, puestos en perspectiva, muestran que la coyuntura macroeconómica no es tan grave como a veces se afirma (Gráfico I.1). Aunque las previsiones de crecimiento mundial han vuelto a revisarse a la baja, como viene siendo habitual desde la Gran Crisis Financiera, las tasas de crecimiento en realidad no se alejan tanto de sus promedios históricos, y en algunos casos incluso superan las estimaciones de crecimiento potencial. De hecho, ajustado por tendencias demográficas, el crecimiento por persona en edad de trabajar se sitúa incluso ligeramente por encima de su tendencia de largo plazo (Capítulo III). Igualmente, las tasas de desempleo se han reducido en general, y en muchos casos se aproximan a sus valores normales históricos o a las estimaciones de pleno empleo. Además, aunque la inflación aún se sitúa por debajo de sus objetivos en las economías avanzadas grandes, puede considerarse más o menos compatible con lo que suele entenderse por estabilidad de precios. De hecho, la expresión «recuperación en curso», un tanto comedida, no hace del todo justicia al avance de la economía mundial desde la crisis.

En cambio, más preocupante resulta el contexto en el que evolucionan estos indicadores económicos y lo que podrían estar diciéndonos sobre el futuro. Podríamos hablar de una «tríada de riesgos»: el crecimiento de la productividad es excepcionalmente bajo, empañando con ello la futura mejora de los niveles de vida;

### La economía mundial no se encuentra tan débil como se afirma

Gráfico I.1

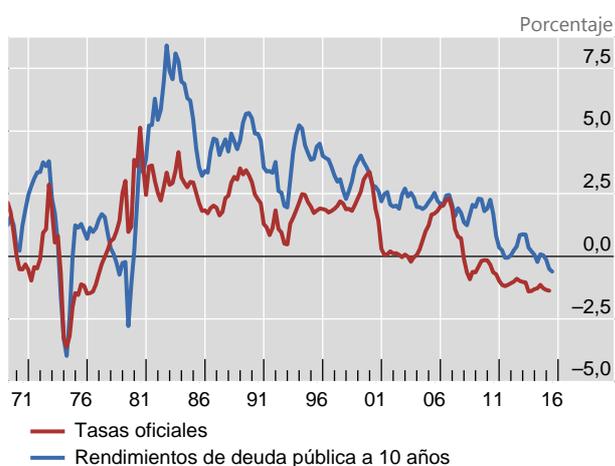


Los puntos en el panel izquierdo indican promedios entre 1982–2007.

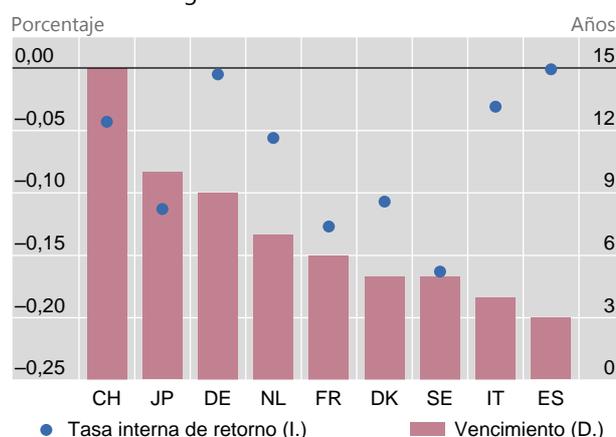
<sup>1</sup> Medias ponderadas por el PIB y los tipos de cambio PPA. <sup>2</sup> Medias ponderadas basadas en niveles de población activa; las definiciones pueden variar en función de los países. <sup>3</sup> Precios de consumo.

Fuentes: FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales y Perspectivas de la Economía Mundial*; Datastream; datos nacionales; cálculos del BPI.

Tasas del G-3, ajustadas por la inflación<sup>1</sup>



Vencimiento más largo de deuda pública negociado con rendimientos negativos<sup>2</sup>



<sup>1</sup> Medias ponderadas basadas en medias móviles del PIB y en los tipos de cambio PPA; tasa oficial nominal (rendimiento) menos inflación de precios de consumo, excluidos alimentos y energía. <sup>2</sup> Bonos genéricos Bloomberg; a 27 mayo 2016.

Fuentes: Bloomberg; datos nacionales.

el endeudamiento mundial se sitúa en niveles históricamente altos, con riesgos para la estabilidad financiera; y el margen de maniobra de las políticas es extremadamente estrecho, dejando a la economía mundial muy vulnerable.

Como mencionamos en el *Informe Anual* del año pasado, uno de los síntomas más palpable y comentado de esta situación ha sido la persistencia de tasas de interés extremadamente bajas, que incluso han vuelto a reducirse en el periodo analizado (Gráfico I.2, panel izquierdo). Las tasas de interés oficiales ajustadas por la inflación se han adentrado aún más en territorio negativo, prolongando el periodo de posguerra más largo con tasas negativas. Además, el Banco de Japón se ha sumado al BCE, Sveriges Riksbank (Suecia), Danmarks Nationalbank (Dinamarca) y el Banco Nacional de Suiza introduciendo tasas de interés nominales negativas. A finales de mayo de 2016, casi 8 billones de dólares en deuda soberana, también con vencimientos largos, se negociaban con rendimientos negativos, lo que supone un nuevo récord (Gráfico I.2, panel derecho).

Esta evolución de las tasas de interés nos dice varias cosas: que los mercados miran al futuro con cierta aprensión; que pese a los enormes esfuerzos desplegados por los bancos centrales tras la crisis, la inflación ha permanecido obstinadamente baja y el crecimiento económico ha sido decepcionante; y que la política monetaria se ha sobrecargado durante demasiado tiempo. El contraste entre el crecimiento mundial que ronda sus promedios históricos y las tasas de interés en niveles tan bajos es especialmente marcado. Este contraste también se manifiesta en síntomas de fragilidad en los mercados financieros y tensiones en los mercados de divisas.

Por difícil que resulte interpretar la evolución de la economía mundial, es necesario hacerlo si queremos identificar posibles remedios. Tal y como venimos haciendo en anteriores *Informes Anuales*, en estas páginas se ofrece una interpretación de las dificultades actuales desde una óptica centrada en aspectos financieros, mundiales y de medio plazo. Sugerimos que las actuales complicaciones reflejan en gran medida la incapacidad para lidiar con una serie de auges y contracciones financieros que entrañan enormes costes (los «ciclos financieros»).

Estos ciclos han dejado profundas cicatrices en el tejido económico y han dificultado la consecución de una expansión mundial robusta, equilibrada y sostenible, rasgos distintivos de una recuperación desigual tras una recesión de balance. La deuda ha actuado durante demasiado tiempo como sustituto político y social del crecimiento de los ingresos.

Esta interpretación aboga por el reequilibrio urgente de las políticas para centrarse más en las medidas estructurales, la evolución financiera y el medio plazo. Esencial en este reequilibrio sería reconocer el efecto acumulativo de las políticas sobre los niveles de deuda, la asignación de recursos y el margen de maniobra de las políticas, ya que precisamente esta falta de reconocimiento reduce las opciones cuando el futuro se convierte en presente. En este sentido, se imponen compromisos intertemporales.

Este *Informe Anual* revisa y profundiza en algunos de estos temas y en los arduos retos analíticos y de política que plantean. En este capítulo hacemos un repaso de estos asuntos, examinando en primer lugar la evolución de la economía mundial el pasado año, para profundizar a continuación en algunos de sus factores, examinando los elementos de los necesarios reajustes macroeconómicos desde una perspectiva de largo plazo y explorando los riesgos de cara al futuro. Por último, presentamos una serie de consideraciones para las políticas a raíz de todo lo anterior.

## La economía mundial: aspectos más destacados el pasado año

La evolución de la economía mundial en el año analizado siguió un patrón muy similar al de años anteriores, con síntomas de tensión recurrente entre la evolución macroeconómica y los mercados financieros.

El producto mundial volvió a crecer menos de lo esperado, si bien el 3,2% registrado en 2015 rozó el de 2014 y se acercó al promedio del periodo 1982–2007 (Capítulo III). En general, no se produjo la rotación de crecimiento prevista desde las economías de mercado emergentes (EME) hacia las economías avanzadas (EA), al no haberse fortalecido estas últimas lo suficiente para compensar la debilidad de las EME exportadoras de materias primas. Al cierre de este informe, las previsiones de consenso apuntan a un aumento gradual de la tasa de crecimiento en las EA y a una recuperación más intensa en las EME.

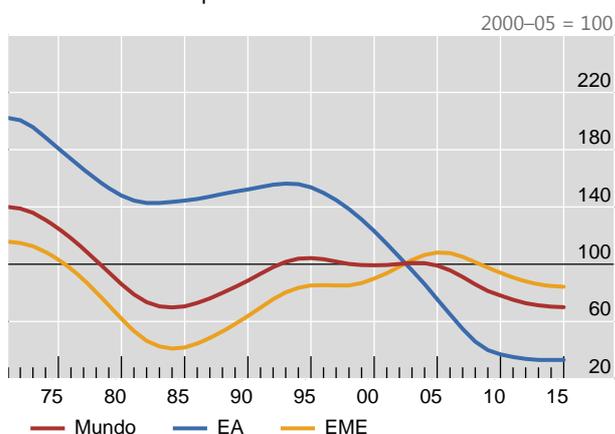
Los mercados de trabajo se mostraron más resilientes. En la mayoría de EA, incluidas todas las grandes, las tasas de desempleo siguieron reduciéndose. A finales de 2015 la tasa agregada descendió al 6,5%, su nivel de 2008, antes de que se elevase durante la crisis. Aun así, el desempleo se mantuvo en algunos casos en niveles preocupantes, especialmente en la zona del euro y entre los jóvenes. En las EME, el panorama fue más variopinto, con notables debilidades y algunas fortalezas, si bien en términos agregados la tasa de desempleo se elevó ligeramente en ellas.

Esta evolución dispar (mejora del empleo pero crecimiento económico moderado) señala una débil mejora de la productividad, el primer elemento de la «tríada de riesgos» antes mencionada (Gráfico I.3, panel izquierdo). El crecimiento de la productividad se mantuvo bajo, prosiguiendo así el prolongado descenso observado en las EA y que se acentuó en aquellas afectadas por la crisis.

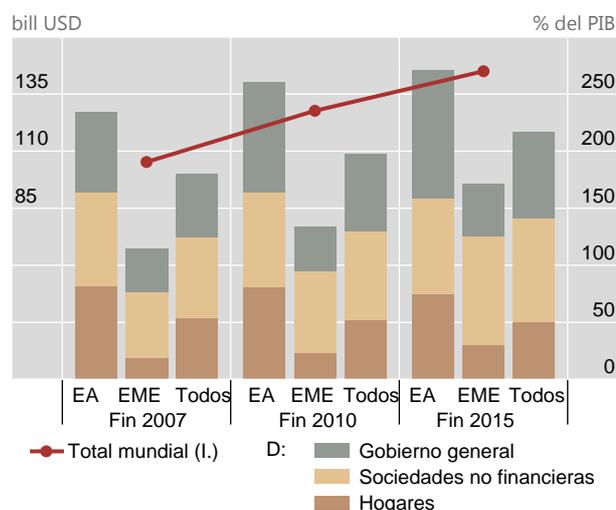
## La deuda mundial continúa aumentando y el crecimiento de la productividad disminuyendo

Gráfico I.3

Crecimiento de la productividad laboral<sup>1</sup>



Deuda mundial



<sup>1</sup> Aplicando un filtro Hodrick-Prescott al logaritmo de la productividad laboral anual por persona empleada.

Fuentes: FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*; OCDE, *Economic Outlook*; The Conference Board, *Total Economy Database*; datos nacionales; BPI; cálculos del BPI.

La inflación permaneció en general contenida, salvo en algunas EME (en especial de América Latina) cuyas monedas se depreciaron bruscamente (Capítulo IV). En las EA más grandes con monedas de uso internacional, la inflación subyacente aumentó —aunque sin alcanzar sus objetivos— aun cuando la inflación general se mantuvo considerablemente más baja. También continúa baja en gran parte de Asia y el Pacífico, así como en economías avanzadas de menor tamaño.

De nuevo, un factor esencial en esta evolución fue la nueva caída de los precios de las materias primas, especialmente el petróleo. Tras un amago de repunte en la primera mitad del pasado año, los precios del petróleo reanudaron su desplome, antes de recuperarse en cierta medida en los últimos meses. El descenso generalizado de los precios de las materias primas explica los patrones de crecimiento observados en los países exportadores e importadores (Capítulo III). La consiguiente contracción del crecimiento en los países exportadores de materias primas solo quedó parcialmente compensada por la depreciación de sus monedas en un contexto de apreciación del dólar de Estados Unidos. Igualmente, la caída de los precios de las materias primas explica en cierto modo la brecha que se abrió entre la inflación general y la subyacente, así como la concomitancia de tasas de inflación muy elevadas y actividad económica débil (Capítulo IV).

Como telón de fondo, la deuda en porcentaje del PIB (el segundo elemento de la «tríada de riesgos») siguió creciendo en todo el mundo (Gráfico I.3, panel derecho). Las EA más afectadas por la crisis consiguieron reducir o estabilizar la deuda del sector privado, pero esto quedó en general contrarrestado por un mayor endeudamiento del sector público. En otros casos, la deuda del sector privado y la del sector público crecieron a la par, o bien el aumento de la primera anuló la reducción de la segunda.

La evolución del sector financiero fue dispar (Capítulo VI). En las EA, los bancos adoptaron con rapidez los nuevos requerimientos reguladores reforzando su base de

capital. Aun así, el nivel de morosidad permaneció muy elevado en algunos países de la zona del euro. Incluso donde las condiciones económicas fueron favorables, la rentabilidad bancaria quedó un tanto deslucida. Resulta inquietante que las calificaciones crediticias de los bancos sigan reduciéndose después de la crisis, así como que sus razones precio/valor contable continúen por lo general por debajo de 1. A las compañías de seguros no les fue mucho mejor durante el periodo analizado. En las EME, con condiciones crediticias generalmente más propicias, el panorama del sector bancario parecía más brillante. Así y todo, acabó desluciendo en aquellas de ellas donde ya se había iniciado el deterioro de su ciclo financiero.

Los mercados financieros alternaron entre fases de tensa calma y turbulencias (Capítulo II). La causa inmediata de inestabilidad fue el nerviosismo ante las perspectivas de crecimiento de las EME, en especial de China. Un primer episodio de nerviosismo se produjo en el tercer trimestre de 2015. Después de que los mercados se recompusiesen, se produjo un segundo a comienzos de 2016, que provocaría una de las peores caídas del mercado por ventas generalizadas jamás registrada en un mes de enero. A este siguió una fase de inestabilidad más breve —aunque más intensa— en febrero, que afectó especialmente a los bancos. Entre los detonantes se encuentran anuncios de resultados peores de lo esperado, la incertidumbre sobre el tratamiento regulador de las obligaciones convertibles contingentes (CoCos) y, sobre todo, la preocupación por los beneficios bancarios ante la expectativa de tasas de interés persistentemente más bajas como resultado de las decisiones de los bancos centrales. Más tarde, los mercados se estabilizaron, alentando alzas en los precios de los activos y nuevos flujos de capitales hacia las EME.

La alternancia entre calma y turbulencias hizo sin duda mella en los mercados financieros. Al final del periodo, la mayoría de los mercados bursátiles registraban pérdidas, pese a que las razones precio/beneficios (PER) seguían bastante altas en términos históricos. Los diferenciales de crédito se ampliaron considerablemente, en especial en el sector energético y en numerosos países exportadores de materias primas. El dólar estadounidense se apreció frente a la mayoría de monedas y los rendimientos a largo plazo fueron asentándose en nuevos mínimos.

Con este trasfondo, el margen de maniobra de las políticas macroeconómicas (el tercer elemento de la «tríada de riesgos») se estrechó aún más, sobre todo para la política monetaria (Capítulo IV). Si bien la Reserva Federal comenzó a elevar su tasa oficial tras haberla mantenido prácticamente en cero durante siete años, más adelante puntualizó que lo haría de manera más gradual de lo inicialmente previsto. Al mismo tiempo, otras jurisdicciones clave relajaron más su política monetaria, tanto bajando sus tasas de interés como ampliando los balances del banco central. La reducción del margen de maniobra de las políticas también se aplica en cierta medida a la política fiscal (Capítulos III y V). En las EA, conforme la orientación fiscal se volvía en general más neutral o favorable a la actividad económica en el corto plazo, se paralizaba el proceso de consolidación fiscal a largo plazo. Al mismo tiempo, las posiciones fiscales se debilitaron sustancialmente en las EME, en especial en países exportadores de materias primas.

## La economía mundial: interpretación y riesgos

Resulta tentador enfocar la evolución de la economía mundial como si se tratase de un conjunto de fotogramas inconexos o, en la jerga económica, como una serie de perturbaciones económicas inesperadas. No obstante, un enfoque más revelador

sería contemplarla como una película, con escenas que guardan una clara relación entre sí. A medida que avanza la trama, los actores advierten que lo que hicieron al principio del guion inevitablemente limita lo que pueden hacer más tarde, a veces de un modo que no anticipaban. De nuevo, en la jerga económica, no importan solo las perturbaciones (*shocks*), sino que hemos de atender también a la resultante de la acumulación de desequilibrios (*stocks*). La perspectiva que sugerimos puede ayudar a explicar no sólo cómo hemos llegado a la situación actual, sino también qué pueda depararnos el futuro<sup>1</sup>. Comencemos por repasar brevemente las principales escenas de esta película.

## Interpretación: una película

Como hemos argumentado en anteriores *Informes Anuales*, la «película» que mejor cuenta las complicaciones que actualmente aquejan a la economía mundial probablemente comenzó muchos años atrás, remontándose incluso a antes de que estallara la crisis. En muchos sentidos, es posible que todavía no la hayamos dejado atrás por completo.

La crisis parece haber reducido permanentemente el *nivel* de actividad económica (esto es, de producto o PIB). La evidencia empírica muestra cada vez con más claridad que, tras una crisis financiera, la *tasa de crecimiento* del producto puede recuperar su tendencia secular previa, pero no suele ocurrir así con el *nivel* del producto. Con ello se abre una brecha permanente entre la tendencia de los niveles de actividad económica anterior y posterior a la crisis (Capítulo V). Con esta premisa, dada la amplitud y la profundidad prácticamente inauditas de la reciente crisis, no sería realista esperar que la actividad económica pudiera retomar su tendencia anterior a la crisis. De ahí los persistentes resultados decepcionantes y la gradual revisión a la baja de las estimaciones de producto *potencial*.

Todo ello implicaría que, al menos durante un tiempo, la crisis redujo el *crecimiento* del producto potencial, como ilustraría la persistente y en otro caso desconcertante desaceleración en el crecimiento de la productividad. Hay numerosas explicaciones posibles de los mecanismos en juego. Una de ellas, posiblemente no reconocida lo suficiente, es el legado del desproporcionado auge financiero precedente (Capítulo III). Recientes estudios del BPI sobre una muestra de 20 economías avanzadas a lo largo de 40 años avalan tres conclusiones: los auges financieros pueden minar el crecimiento de la productividad mientras se están produciendo; buena parte de la erosión suele reflejar la transferencia de mano de obra hacia sectores con menor crecimiento de la productividad; y, aún más importante, el impacto de la asignación ineficiente de recursos que se produce *durante el auge* parece ser mucho mayor y más persistente una vez se produce la crisis.

Los correspondientes efectos sobre el crecimiento de la productividad pueden ser sustanciales. Considerando conjuntamente, por ejemplo, una fase de auge de 5 años seguida de otra de crisis también de 5 años, el impacto acumulado sería una pérdida de aproximadamente 4 puntos porcentuales. Dicho de otro modo, para el periodo 2008-13, la pérdida equivaldría a 0,5 puntos porcentuales al año para las EA que experimentaron un auge seguido de una contracción. Esto prácticamente

<sup>1</sup> Véase J. Caruana, «*Credit, commodities and currencies*», discurso pronunciado en la *London School of Economics*, 5 febrero 2016; y C. Borio, «*The movie plays on: a lens for viewing the global economy*», discurso pronunciado en *FT Debt Capital Markets Outlook*, Londres, 10 febrero 2016.

coincide con el crecimiento medio de la productividad que *de hecho* registraron estas economías en ese mismo periodo. Los resultados apuntan a que, además de los conocidos efectos debilitantes de una demanda agregada deficiente, tampoco puede obviarse el impacto que los ciclos de auge y contracción financieros tienen en la economía en el lado de la *oferta*.

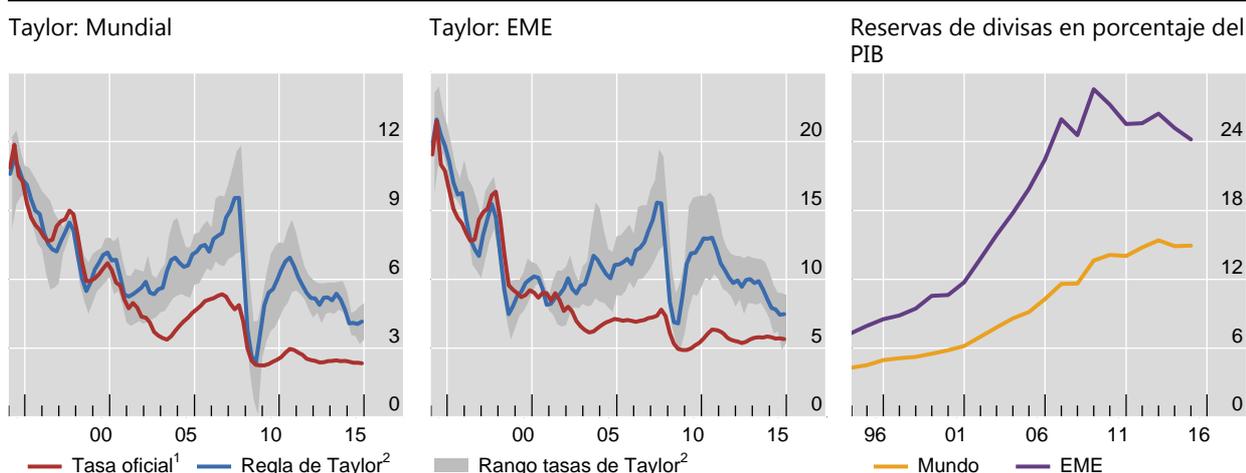
En esta película, las políticas instrumentadas lograron estabilizar la economía durante la crisis; pero, al desarrollarse los acontecimientos y revelarse la recuperación más débil de lo esperado, esas mismas políticas resultaron no estar suficientemente equilibradas. No se prestó suficiente atención al saneamiento de balances o a medidas estructurales en comparación con la prestada a las tradicionales medidas de demanda agregada. En concreto, la política monetaria tuvo que cargar con casi todo el peso, aun cuando su eficacia quedase muy en entredicho. Después de todo, un sistema financiero dañado dificultó la transmisión de las medidas de relajación monetaria, los sobreendeudados agentes del sector privado se replegaron y la política monetaria poco pudo hacer para facilitar el necesario reequilibrio en la asignación de recursos. A medida que las autoridades pisaban el acelerador con más fuerza, el margen de maniobra se iba estrechando.

Todo esto tuvo amplias consecuencias para la economía mundial. En primer lugar, conforme los canales nacionales de la política monetaria parecían perder eficacia, los tipos de cambio fueron adquiriendo protagonismo (Capítulo IV). Además, la resistencia de algunos países a la apreciación indeseada de sus monedas contribuyó a difundir unas condiciones monetarias extraordinariamente relajadas al resto del mundo, como atestiguan indicadores tradicionales (Gráfico I.4): la relajación indujo relajación. Asimismo, la orientación monetaria excepcionalmente acomodaticia en los países con monedas de uso internacional, especialmente Estados Unidos, estimuló directamente la expansión del crédito en los demás. Entre 2009 y el

## Orientación monetaria mundial inusualmente acomodaticia

Porcentaje

Gráfico I.4



<sup>1</sup> Medias ponderadas basadas en el PIB y en los tipos de cambio PPA del año 2005. <sup>2</sup> Las tasas de Taylor se calculan con la fórmula  $i = r^* + \pi^* + 1,5(\pi - \pi^*) + 0,5y$ , siendo  $\pi$  una medida de inflación, y una medida de la brecha del producto,  $\pi^*$  la meta de inflación y  $r^*$  la tasa de interés real a largo plazo, representada aquí por la tendencia del crecimiento del PIB real. Las bandas se basan en diversas combinaciones de inflación y brecha del producto.  $\pi^*$  equivale a la meta u objetivo oficial de inflación, o bien al promedio o tendencia de la muestra.

Fuentes: B. Hoffmann y B. Bogdanova, «Reglas de Taylor y política monetaria: ¿una "Gran desviación" mundial?», *Informe Trimestral del BPI*, septiembre 2012; FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales y Perspectivas de la Economía Mundial*; Bloomberg; CEIC; Consensus Economics; Datastream; datos nacionales; cálculos del BPI.

tercer trimestre de 2015, el crédito en dólares estadounidenses concedido a entidades no bancarias fuera de Estados Unidos se incrementó más de un 50%, hasta rondar los 9,8 billones de dólares; frente a entidades no bancarias de EME se duplicó, ascendiendo a unos 3,3 billones de dólares. La liquidez mundial se disparó conforme se relajaban las condiciones de financiación en los mercados internacionales (Capítulo III).

En suma, hemos sido testigos de cómo los auges y contracciones financieros iban rotándose por todo el mundo tras la crisis. Mientras el sector privado de las EA más afectadas por la crisis comenzaba lentamente a desapalancarse, el de otras economías —no solo en las EME— aceleró su ritmo de reapalancamiento según se disipaba el recuerdo de la crisis asiática de 1997-98. Comenzaron a atisbarse señales de auges financieros insostenibles en algunas EME, en forma de fuertes aumentos de los volúmenes de crédito, los precios inmobiliarios y, como en ocasiones anteriores, también el endeudamiento en moneda extranjera. La apreciación de sus monedas no logró frenar esta corriente. De hecho, incluso podría haber alentado la asunción de riesgo, según un estudio del BPI, al dar la impresión de reforzar los balances de los prestatarios en moneda extranjera mientras inducía a los prestamistas a conceder más crédito (el «canal de asunción de riesgo») (Capítulos III y IV).

Los precios de las materias primas, en particular el petróleo, reforzaron decisivamente esta evolución, de ahí que se hablase de un «superciclo» de las materias primas (Capítulo III). Por un lado, el fuerte crecimiento de las EME más intensivas en energía provocó un alza de precios. China, siendo el comprador marginal de una amplia gama de materias primas, jugó un papel desproporcionado en este sentido, al embarcarse tras la crisis en una política fiscal fuertemente expansiva e impulsar con crédito su reactivación económica. Esto revirtió la marcada caída de precios inducida por la crisis y dio nuevas alas al auge de las materias primas. Por otra parte, las relajadas condiciones monetarias y financieras estimularon aún más los precios de las materias primas. Estos, a medida que subían, reforzaban los auges financieros y las favorables condiciones de liquidez externa para muchas economías productoras de materias primas. Esta interacción de fuerzas fue ganando impulso con el tiempo.

Los acontecimientos que hemos presenciado el último año podrían ser el principio de un reajuste sustancial, inevitable y necesario por el que todos estos elementos retornan a su cauce. Los ciclos financieros han ido madurando o cambiando de signo en algunas EME, incluida China, y el crecimiento en ellas se ha ralentizado. Los precios de las materias primas han caído. En concreto en el caso del petróleo, el debilitamiento del consumo, unido al aumento de la producción, ha deprimido aún más su cotización. Además, el endurecimiento efectivo y previsto de la política monetaria estadounidense en un contexto de continua relajación monetaria en otras economías ha favorecido la apreciación del dólar. Esto, a su vez, ha endurecido las condiciones de financiación para las economías muy endeudadas en esa moneda (Capítulo III).

También hemos visto que este reajuste no ha sido gradual ni constante, sino que ha ido frenándose o acelerándose conforme mudaban los mercados sus expectativas. De hecho, desde el episodio de turbulencias en los mercados financieros a comienzos de 2016 los precios del petróleo se han recuperado y el dólar estadounidense ha cedido parte del terreno ganado. En algunos casos, estos vaivenes del mercado reflejan tensiones de índole más bien política, como la incertidumbre que rodea al referéndum en el Reino Unido sobre su permanencia en la Unión Europea. Pero por lo general obedecen a las mismas fuerzas subyacentes que han venido configurando

la economía mundial durante mucho tiempo; a saber, las cambiantes expectativas sobre la política monetaria, la evolución de los costes de endeudamiento en las principales monedas y el estímulo económico adicional en China basado en el crédito. Al final, es la acumulación de desequilibrios, y no tanto las perturbaciones, lo que rige el ajuste de la economía mundial.

Dos factores destacan en esta narrativa: la *deuda* y el *impacto acumulado de decisiones anteriores*.

La *deuda* puede ayudar a explicar lo que de otro modo podrían parecer acontecimientos inesperados (Capítulo III). En primer lugar, esclarece la desaceleración de las EME y los patrones de crecimiento mundial. La deuda está en el meollo mismo de los ciclos financieros y del endurecimiento de las condiciones financieras ligado al endeudamiento en moneda extranjera. El caso más patente es el de los países productores de materias primas, en especial exportadores de petróleo, que han visto desplomarse sus ingresos y el valor de sus garantías reales; de ahí los grandes agujeros en sus cuentas públicas y los drásticos recortes a la inversión. Además, la deuda puede ser una de las razones por las que el impulso al consumo en los países importadores de petróleo ha resultado decepcionante: los hogares se han dedicado a apuntalar sus balances.

En segundo lugar, la deuda da pistas sobre las variaciones de los tipos de cambio en el último año y sobre sus consecuencias para la actividad económica. El endeudamiento en divisas acentúa la presión depreciatoria sobre la moneda local y, por ende, la presión apreciatoria sobre la moneda de financiación, que es en gran medida el dólar de Estados Unidos. Sirva de ejemplo el considerable volumen de amortizaciones de deuda en dólares contraída por empresas chinas. Y la evidencia empírica sugiere que un elevado endeudamiento en moneda extranjera debilita, e incluso puede anular por completo, el efecto expansivo sobre el comercio de una depreciación monetaria (Capítulo III).

En tercer lugar, la deuda también ayudaría a explicar los bajos precios del petróleo más allá de la influencia de factores más conocidos. Durante el reciente auge de las materias primas, las empresas productoras de petróleo y gas se endeudaron considerablemente aprovechando las condiciones financieras extraordinariamente favorables. El saldo vivo de su deuda aumentó de 445 000 millones de dólares en 2006 a 1,4 billones en 2014 (lo que equivale a un incremento del 15% anual) y sus préstamos sindicados lo hicieron de 600 000 millones a 1,6 billones de dólares (o un 13% anual). La mayor parte de este endeudamiento correspondió a extractoras de hidrocarburos de esquistos bituminosos y a petroleras estatales de EME. Al deteriorarse su situación financiera, se vieron obligadas a mantener la producción para poder hacer frente al pago de su deuda y a cubrir todavía más sus menguantes ingresos.

Por último, la deuda puede explicar incluso la desconcertante desaceleración del crecimiento de la productividad. Utilizado de manera inteligente, el crédito es un potente motor de sano crecimiento económico; pero, a juzgar por los datos anteriores, si los auges crediticios se van de las manos pueden ser parte del problema y dejar una persistente impronta tras su contracción, minando el crecimiento de la productividad. Asimismo, los excesos de deuda deprimen la inversión, debilitando aún más la productividad, lo cual a su vez hace más difícil soportar la carga de la deuda, cerrándose así el círculo.

El segundo factor en esta narrativa, el *impacto acumulado de decisiones anteriores*, explica la pérdida de capacidad de maniobra de las políticas. Dado el

reducido abanico de opciones y las limitaciones políticas, siempre está presente la tentación de intentar solucionar los problemas impulsando la demanda agregada por cualquier medio y en cualquier circunstancia. Ahora bien, las medidas indiscriminadas pueden llevar a malgastar la munición sin haber eliminado los obstáculos que frenan el crecimiento. En tales casos, con el tiempo las opciones de política se van limitando y, cuando el futuro finalmente deviene presente, puede ocurrir que las ventajas que se obtuvieron a corto plazo han conllevado un alto precio a largo plazo y han empeorado las opciones de política. A este asunto volveremos más adelante.

### ¿Estancamiento secular o auges financieros truncados?

Esta posible interpretación de la desaceleración del crecimiento mundial tras la crisis difiere en varios sentidos de otra que ha ido ganando adeptos, la del estancamiento secular. Bajo la primera, la mejor forma de entender la economía mundial es contemplándola como si fuera el resultado de una serie de auges financieros que acabaron mal. Considérense, aun de forma esquemática, las principales diferencias entre ambas perspectivas.

La variante más popular de la hipótesis del estancamiento secular postula que la economía mundial ha estado atenazada por una deficiencia estructural de la demanda agregada. Dicha deficiencia sería anterior a la crisis y estaría motivada por una serie de factores muy arraigados, como el envejecimiento de la población, la desigualdad de los ingresos y los avances tecnológicos. Desde esta perspectiva, el auge financiero anterior a crisis fue el precio que hubo que pagar por que la economía operase a su nivel potencial. El principal síntoma del desarreglo sería la caída de las tasas de interés reales, tanto a corto como a largo plazo, que apuntaría a presiones desinflacionistas endémicas.

En la hipótesis aquí propuesta, la economía mundial se habría visto afligida por la incapacidad para contener unos auges financieros que, al truncarse, provocan daños duraderos. El desproporcionado e insostenible auge financiero que precedió a la crisis enmascaró y exacerbó el deterioro del crecimiento de la productividad. Tal auge, lejos de ser el precio a pagar por una evolución económica satisfactoria, contribuyó en cierta medida a su deterioro, tanto directamente como a través de las políticas que se aplicaron como respuesta. El principal síntoma del desarreglo sería la caída de las tasas de interés reales, tanto a corto como a largo plazo, acompañado de renovadas muestras de crecientes desequilibrios financieros.

Como analizó a fondo el *Informe Anual* del pasado año, la interpretación que se haga de las tasas de interés excepcional y persistentemente bajas es efectivamente crucial. Desde la perspectiva del estancamiento secular y, en general, las perspectivas más extendidas, dichas tasas pueden considerarse un fenómeno de equilibrio a largo plazo; es decir, son necesarias para compensar la escasez de demanda mundial que existía antes de la crisis. En esa perspectiva, el comportamiento de la inflación marca la pauta. Desde la perspectiva que aquí presentamos, las tasas de interés no pueden estar realmente en su nivel de equilibrio si contribuyen a unos desequilibrios financieros que, tarde o temprano, causarán un serio daño económico. Igualmente, la inflación es un indicador muy imperfecto de una expansión económica sostenible, como se puso de relieve antes de la crisis. No cabría esperar otra cosa en un mundo altamente globalizado, en el que las fuerzas de la competencia y la tecnología han erosionado la capacidad de determinación de precios tanto de empresas como de trabajadores, haciendo mucho más improbables las espirales de precios y salarios que se formaban en el pasado.

Es extraordinariamente difícil pronunciarse por una u otra de estas hipótesis. Cabe alegar diversos argumentos en contra de la hipótesis del estancamiento secular, desarrollada inicialmente para Estados Unidos. Por ejemplo, esta hipótesis no casa fácilmente con el elevado déficit por cuenta corriente que registraba ese país antes de la crisis, indicativo de que la demanda *interna* de hecho *superaba* el valor de su PIB. En aquella época, el mundo registraba tasas de crecimiento económico récord y tasas de desempleo en mínimos históricos, lo que no indica precisamente una escasez de demanda *mundial*. El envejecimiento de la población también afecta a la oferta, no solo a la demanda; de ahí las perspectivas de un menor crecimiento si no se acelera la productividad. Por último, la reducción de las tasas de desempleo, en muchos casos a niveles próximos a sus valores normales históricos o a estimaciones de pleno empleo, más parecería indicativa de limitaciones de oferta que de una insuficiencia de demanda.

Sin embargo, las hipótesis contrafactuales implican que la evidencia empírica no puede considerarse concluyente, dejando la puerta abierta a interpretaciones alternativas. En nuestro *Informe Anual* presentamos algunos datos congruentes con la importancia de los auges y contracciones financieros. Concluimos que las variables aproximativas (*proxies*) al ciclo financiero pueden ayudar a obtener estimaciones del producto potencial y de las brechas del producto en tiempo real (mientras se desarrollan los acontecimientos) más precisas que aquellas que suelen utilizar las políticas basadas en modelos macroeconómicos tradicionales y en la inflación (Capítulo V). Estas conclusiones respaldan la conocida debilidad de la relación empírica entre la inflación y las medidas de holgura de la capacidad productiva interna, así como con la evidencia anterior sobre el impacto de los auges del crédito sobre el crecimiento de la productividad. También identificamos las cadenas de suministro internacionales como un potente mecanismo a través del cual los factores mundiales afectan a la inflación interna, con independencia de las limitaciones de capacidad productiva a nivel nacional (Capítulo IV). Y descubrimos que variantes de estas medidas del ciclo financiero pueden conducir a estimaciones de tasas de interés de equilibrio más altas de lo que normalmente se cree.

Es importante señalar que *todas* las estimaciones de tasas de interés de equilibrio de largo plazo, ya sean tasas a corto o a largo, se basan inevitablemente en algún tipo de interpretación sobre el funcionamiento de la economía. Las medias históricas sencillas suponen que a lo largo del periodo considerado la tasa de interés predominante es la «adecuada». Las estimaciones basadas en medidas de inflación suponen que es esta la que encierra la clave. Y las que se basan en indicadores del ciclo financiero, como en gran medida hacen las nuestras, arguyen que lo importante son las variables financieras. Las metodologías pueden diferir en cuanto al grado en que los resultados se basan en datos o incluyen restricciones *a priori* (menores restricciones pueden elevar el grado de confianza de las estimaciones), pero en cualquier caso la incertidumbre resultante es muy elevada.

Esta incertidumbre sugiere que podría ser imprudente confiar excesivamente en señales de mercado al sacar conclusiones sobre el equilibrio y la sostenibilidad. Nada garantiza que, a lo largo de cualquier periodo, la interacción de las actuaciones de bancos centrales, gobiernos y participantes en los mercados se traduzca en tasas de interés de mercado en un nivel «adecuado», es decir, tasas congruentes con una coyuntura económica positiva y sostenible (Capítulo II). Después de todo, vista la enorme incertidumbre implícita, ¿quién puede estar seguro de que el resultado a largo plazo será el deseable? ¿No podría ocurrir que las tasas de interés, como el precio de cualquier otro activo, se mantuvieran en un nivel inadecuado durante largos periodos? El tiempo y los acontecimientos lo dirán.

## Riesgos

El análisis anterior apunta una serie de riesgos relacionados con la interacción entre la evolución financiera y la macroeconomía.

El primer riesgo se refiere a las posibles distorsiones macroeconómicas que surgen de la combinación de dos factores: la estrechez de liquidez mundial y la maduración de los ciclos financieros nacionales. Podemos imaginar esta combinación como la de dos ondas de frecuencia diferente que se superponen para formar una más potente. Señales de que este proceso estaba tomando cuerpo aparecieron en la segunda mitad de 2015, cuando el endeudamiento en moneda extranjera tocó techo y las condiciones de financiación se endurecieron para algunos prestatarios, especialmente productores de materias primas. No obstante, tras las turbulencias registradas a comienzos de 2016, las condiciones financieras externas por lo general se relajaron, aliviando también la presión sobre el cambio de signo en los ciclos financieros nacionales. En China, las autoridades imprimieron un nuevo impulso a la expansión del crédito total en un intento por evitar un giro drástico de la economía y suavizar el necesario reequilibrio económico hacia la demanda interna y los servicios. El resultado ha sido una disminución de las tensiones en las EME, aunque persisten las vulnerabilidades subyacentes. A menudo, los acontecimientos se desarrollan a cámara lenta durante mucho tiempo para luego acelerarse de repente.

Desde que atravesaran por crisis en el pasado, las EME han tomado medidas para reforzar sus economías y mejorar su capacidad de reacción ante factores externos. Sus marcos macroeconómicos son más sólidos, sus infraestructuras financieras y mecanismos reguladores son más firmes y sus tipos de cambio flexibles, unidos a sus abultadas reservas de divisas, mejoran el margen de maniobra de sus políticas. Por ejemplo Brasil, pese a estar atravesando su peor recesión hasta la fecha, todavía no ha sufrido una crisis externa, en parte gracias a su amplio recurso a sus reservas de divisas para blindar al sector financiero frente a pérdidas. Además, el aumento de la morosidad en los préstamos ha sido por el momento limitado. En líneas más generales, el endeudamiento de las EME en moneda extranjera expresado en porcentaje de su PIB es menor que en crisis financieras anteriores.

Con todo, se impone prudencia. En algunas EME, el crecimiento de la deuda interna ha sido sustancial y muy superior a sus niveles históricos. El sector empresarial ha jugado un papel fundamental en este sentido y en él se ha concentrado el incremento de la deuda en moneda extranjera, pese a que la rentabilidad ha caído por debajo de los niveles de EA, especialmente en el sector de las materias primas (Capítulo III). Si bien el nivel de endeudamiento parece haber comenzado a reducirse, sobre todo en China, la falta de datos sobre descalces de monedas hace difícil valorar las vulnerabilidades. La entrada de nuevos participantes en los mercados, especialmente gestoras de activos, podría complicar la respuesta de las autoridades frente a las tensiones, al cambiar la dinámica de las dificultades financieras y poner a prueba la capacidad de los bancos centrales para proporcionar liquidez en caso necesario. Además, el mayor peso de las EME y su mayor integración en la economía mundial indican que el impacto de cualquier tensión sobre el resto del mundo sería ahora mayor que en el pasado, a través de los canales tanto comercial como financiero (Capítulo III).

El segundo riesgo se refiere a la *persistencia* de las tasas de interés extraordinariamente bajas, cada vez más negativas incluso en términos nominales y en algunos casos incluso por debajo de lo anticipado por el banco central. Este riesgo es de más largo alcance, con un daño menos patente en el momento pero que va

creciendo gradualmente con el tiempo. Estas tasas tienden a deprimir las primas de riesgo y a «estirar» las valoraciones de los activos, aumentando su vulnerabilidad frente a una reversión al alentar la toma de riesgos financieros y elevar su sensibilidad ante noticias económicas peores de lo esperado, con el consiguiente «riesgo de latigazo» (*snapback*) (Capítulo II). Las tasas persistentemente bajas debilitan el sistema financiero erosionando los márgenes de intermediación de los bancos, desbaratando las provisiones actuariales de las compañías de seguros e incrementando en gran medida el valor de las obligaciones de los planes de pensiones (Capítulo VI). Y, con el tiempo, pueden llegar a debilitar la economía real a través de los canales antes citados, incluida la reducción de la capacidad de los bancos para conceder préstamos. Este debilitamiento también puede surgir al fomentar un mayor endeudamiento y al dejar de canalizar los escasos recursos hacia sus fines más productivos. En efecto, cuanto más se prolonguen estas condiciones excepcionales, más difícil será salir de esta situación. Las tasas de interés negativas en términos *nominales* generan aún más incertidumbre, especialmente cuando son reflejo de decisiones de política (véase más abajo).

El tercer riesgo remite a la pérdida de confianza en los responsables de formular las políticas. Conforme pasa el tiempo, más afecta a su reputación la discrepancia entre lo que espera el público y la realidad. Valga de ejemplo la política monetaria, a la que se ha dejado soportar una parte abrumadora del coste de devolver las economías a su senda. Cuando estalló la crisis, la política monetaria se reveló crucial para estabilizar el sistema financiero y evitar un colapso mayor en la actividad económica. A pesar de las prolongadas medidas extraordinarias que han adoptado, las autoridades monetarias no han conseguido sin embargo devolver la inflación a sus objetivos ni han logrado un crecimiento económico aceptable. En el proceso, los mercados financieros se han vuelto más dependientes del apoyo de los bancos centrales y el margen de maniobra de las políticas se ha estrechado. Si esta situación se prolongase hasta el punto de menoscabar la confianza del público en las políticas, las consecuencias para los mercados financieros y la economía podrían ser graves. Las primeras señales preocupantes de que esto podría estar ocurriendo las vimos durante el episodio de inestabilidad de los mercados el pasado mes de febrero.

## La economía mundial: políticas

El análisis anterior aporta sugerencias útiles sobre algunos aspectos de las políticas económicas. Una de ellas es qué debería hacerse ahora en este ámbito, comenzando por su urgente reequilibrio para aliviar la excesiva carga que está soportando la política monetaria. Otras se refieren a la arquitectura de los marcos de política. Conviene abordar estas consideraciones en orden inverso, al objeto de no perder de vista el destino final una vez emprendido el camino.

### Hacia un marco de estabilidad macrofinanciera

El destino antes mencionado es un conjunto de mecanismos que incorporen sistemáticamente consideraciones de estabilidad financiera en el análisis macroeconómico tradicional, lo que en el pasado hemos llamado un «marco de

estabilidad macrofinanciera»<sup>2</sup>. Este marco permitiría abordar de manera más eficaz las fases de auge y contracción financieras, tan dañinas para la economía. Como mínimo, dicho marco abarcaría las políticas prudencial, monetaria y fiscal, con el fuerte respaldo de medidas estructurales. Su principal característica operativa sería que las autoridades intentarían frenar los auges financieros con mayor determinación y contrarrestar las contracciones financieras con menor agresividad y, sobre todo, con menor persistencia.

Esta política más simétrica a lo largo de todo el ciclo financiero podría contribuir a su moderación y evitar la progresiva pérdida de margen de maniobra de las políticas, lo cual claramente constituye una deficiencia grave de los mecanismos actuales. Uno de los síntomas de esa pérdida es el incesante aumento de la razón deuda/PIB, tanto para el sector privado como para el público. Otro es el nivel excepcionalmente bajo de las tasas de interés oficiales. Si bien su descenso en términos reales sin duda refleja factores seculares que escapan al control de las autoridades, probablemente también refleje la respuesta asimétrica por parte de estas, que puede contribuir a la acumulación de desequilibrios financieros y a sus costes a largo plazo para la actividad económica y la productividad. Esto aumenta el riesgo de incurrir en una trampa de deuda: cuanto más se eleva la deuda, más difícil se hace subir las tasas de interés sin causar daños. También significa que, *en horizontes temporales suficientemente largos*, las tasas de interés bajas acaban en cierta medida «autovalidándose». Las bajas tasas del pasado contribuyen a conformar el entorno económico que las autoridades consideran dado cuando el futuro se vuelve presente. En este sentido, tasas bajas engendran tasas aún más bajas (véase más adelante).

¿Cuánto se ha progresado en las políticas prudencial, fiscal y monetaria?

### Política prudencial

La política prudencial es la que más ha avanzado. La estrategia ha consistido en diseñar mecanismos con una marcada orientación sistémica (macroprudencial) basada en sólidos fundamentos. Con el respaldo de la comunidad internacional, las autoridades nacionales adoptaron a lo largo del pasado año medidas adicionales para establecer o implementar marcos macroprudenciales diseñados principalmente para reforzar la resiliencia y contener la acumulación de desequilibrios financieros. Si bien aún queda trabajo por hacer, la dirección está bien señalizada.

En el ámbito de la regulación bancaria, una prioridad este año es finalizar el marco de Basilea III. Para ello será fundamental asegurarse de que el nivel de capital se corresponda con los riesgos subyacentes. Como confirman estudios recientes del BPI, el debate público tiende a subestimar las ventajas del capital como fundamento mismo del préstamo y a sobrestimar sus costes (Capítulo VI). En la banca, un mayor nivel de capital va asociado a menores costes de financiación y a mayores volúmenes de préstamo: los bancos más solventes prestan más.

Una cuestión que ha pasado a primer plano en el periodo examinado es el vínculo entre las reformas reguladoras y la liquidez del mercado (Capítulos II y VI). En los últimos dos años, movimientos bruscos en la cotización de los bonos soberanos más líquidos —los del Tesoro estadounidense y los *Bunds* alemanes— han exacerbado la preocupación sobre la fragilidad de las condiciones de liquidez. Más

<sup>2</sup> Esta expresión se acuñó en el 75° Informe Anual del BPI. Algunas características del marco se analizaron en el Capítulo I del 84° y el 85° Informe Anual.

en general, las señales de menor liquidez en algunos mercados secundarios de renta fija y las carteras menos abultadas de las sociedades de valores se han achacado a los costes de balance derivados de la regulación y otras restricciones. En la misma dirección apuntaría el hecho de que las instituciones financieras ahora parecen menos dispuestas que antes a comprometer sus balances para arbitrar diferencias en la valoración de activos (Capítulo II).

Tales afirmaciones deben considerarse en un contexto amplio, ya que los cambios en la dinámica de la liquidez del mercado pueden obedecer a diversos motivos. En el caso de los mercados de renta fija, por ejemplo, la expansión de las plataformas de contratación electrónica y de negociación algorítmica y de alta frecuencia ha desempeñado un papel clave. También es probable que el crecimiento del sector de la gestión de activos haya aumentado la demanda neta de servicios de liquidez. Asimismo, tras la crisis, los equipos directivos de los bancos y sus accionistas han adoptado una visión mucho más crítica del compromiso entre rentabilidad y riesgo intrínseco al negocio de la intermediación de valores. Aún más importante, el coste de la liquidez estaba extremadamente infravalorado antes de la crisis, lo que contribuyó a su evaporación en situaciones de tensión, un problema que decididamente hay que evitar que se repita. La mejor salvaguarda estructural frente a la liquidez volátil y sus nefastas consecuencias pasa por dejar de creer que la liquidez de mercado es inagotable y por mejorar la resiliencia de las instituciones financieras. Unas normas de capital y de liquidez más exigentes no son parte del problema, sino parte esencial de la solución. Una mayor solvencia de los creadores de mercado reforzará la liquidez de mercado.

### Política fiscal

La política fiscal es un elemento clave que está ausente del marco de estabilidad macrofinanciera. La estabilidad financiera en general, y los ciclos financieros en particular, apenas están presentes en su diseño, ya se trate de objetivos macroeconómicos a corto plazo o de sostenibilidad a largo plazo. Sin embargo, la experiencia histórica indica que las crisis financieras pueden causar estragos en las posiciones fiscales; y a la inversa, el diseño de la política fiscal puede tener un impacto sustancial sobre la estabilidad financiera. Tampoco debería subestimarse el riesgo de un círculo vicioso por el que las deficiencias en el balance de los sectores público y privado se realimentan entre sí. Esto justifica que dediquemos todo un capítulo a estos asuntos (Capítulo V).

Para proteger a los soberanos de los riesgos de inestabilidad financiera hay que identificar y establecer correctamente la correspondencia entre dichos riesgos y las posiciones fiscales. Por su enorme efecto de realce sobre las cuentas públicas, los auges financieros han inducido con demasiada frecuencia una falsa sensación de seguridad en las autoridades. Unos auges financieros desproporcionados e insostenibles elevan artificialmente las estimaciones de PIB potencial, crecimiento económico e ingresos fiscales sostenibles, al tiempo que enmascaran los pasivos contingentes vinculados a los fondos públicos necesarios para facilitar la reparación financiera una vez que estalla la crisis. Sugerimos formas de obtener mejores estimaciones de las posiciones fiscales subyacentes y de incluirlas en evaluaciones más amplias del margen de maniobra fiscal.

A la inversa, la protección del sistema financiero frente al soberano presenta varias dimensiones. Una de ellas es la forma de abordar los riesgos soberanos en la regulación y supervisión de carácter prudencial. Una cuestión fundamental es el tratamiento del riesgo de crédito, que está en proceso de revisión en el marco de

Basilea III. El principio fundamental es que los requerimientos prudenciales sean acordes al nivel de riesgo, limitando así el riesgo de beneficiar o perjudicar indebidamente al sector público frente al privado, para no debilitar aún más el motor de crecimiento. Pero los soberanos, a su vez, plantean múltiples riesgos que originan disyuntivas. Por ejemplo, su capacidad de «imprimir dinero» reduce—aunque no elimina— el riesgo de crédito, si bien posiblemente a expensas del riesgo de inflación y, por ende, de los riesgos de tasas de interés y de mercado. La solvencia del soberano sustenta la solidez de una economía. En último término, nada sustituye a unas cuentas públicas saneadas, que brinden margen de maniobra fiscal suficiente para evitar la inestabilidad macroeconómica y respaldar el sistema financiero en caso de necesidad.

Cabe ir un paso más allá y ponderar cuál sería la mejor manera de utilizar activamente la política fiscal para mitigar los riesgos de estabilidad financiera. Una posibilidad es dotarla de un carácter más anticíclico con respecto al ciclo financiero. Otro enfoque, más estructural, es reducir las garantías implícitas, que pueden alentar la asunción de riesgo. Y otra opción es recurrir al código tributario para limitar o eliminar el sesgo que favorece la deuda sobre los recursos propios o para atenuar los ciclos financieros (por ejemplo, mediante impuestos variables en el tiempo sobre el mercado inmobiliario). Cada una de estas opciones complementarias plantea retos de aplicación delicados y bien conocidos. Algunas de ellas ya se han llevado a la práctica, pero todas ellas merecen reconsiderarse a fondo.

### Política monetaria

La política monetaria está en una encrucijada. Por un lado, hay un creciente reconocimiento de que esta política puede perjudicar la estabilidad financiera cuando fomenta auges financieros y la asunción de riesgo, y de que la estabilidad de precios no garantiza la estabilidad financiera. Por otro lado, existe renuencia a dejar que la política monetaria desempeñe una función prominente en la prevención de la inestabilidad financiera. La opinión predominante es que únicamente debería recurrirse a ella cuando la política prudencial —la primera línea de defensa— fracasa en su empeño. El desarrollo de marcos macroprudenciales ha proporcionado un motivo adicional para adherirse a esta suerte de «principio de separación».

Como en *Informes Anuales* anteriores, abogamos por un papel más prominente para la política monetaria. Sería imprudente confiar exclusivamente en medidas (macro)prudenciales; los ciclos financieros son demasiado potentes, como atestiguan las muestras de acumulación de desequilibrios financieros en varias EME que han recurrido activamente a dichas medidas. Además, es peligroso pisar el acelerador y el freno simultáneamente, como ocurriría por ejemplo si las autoridades bajan las tasas de interés y al mismo tiempo trata de compensar sus efectos sobre la estabilidad financiera endureciendo los requerimientos de tipo prudencial. Es indudable que la dependencia relativa de medidas monetarias y macroprudenciales ha de variar en función de las circunstancias y características específicas de cada país, sobre todo del tipo de cambio y los flujos de capitales (Capítulo IV). Pero cabe argumentar que ambos conjuntos de herramientas funcionan mejor cuando operan en el mismo sentido. Siendo así, los marcos monetarios deberían permitir como mínimo la posibilidad de endurecer la política aun cuando la inflación a corto plazo parezca estar bajo control.

Este año profundizamos en este razonamiento al considerar con más detalle las disyuntivas que implica dicha estrategia (Capítulo IV). ¿En qué circunstancias los costes de utilizar la política monetaria para contrarrestar los desequilibrios financieros superan a sus beneficios? La respuesta no es inmediata, pero aquí sugerimos que

algunos de los análisis al uso pueden subestimar los beneficios potenciales al infravalorar los costes de la inestabilidad financiera, así como la capacidad de la política monetaria para influir en ella. Además, existe cierta tendencia a interpretar esta acción de contrarrestar en un sentido demasiado restrictivo. En consecuencia, el banco central sigue la mayor parte del tiempo una estrategia «normal» orientada a la inflación y solo se desvía de ella cuando se hacen patentes señales de desequilibrios financieros. Esto entraña el riesgo de hacer demasiado poco demasiado tarde o, lo que es peor, de dar la impresión de estar precipitando precisamente el resultado que se intenta evitar.

Podría resultar más útil pensar en una política monetaria orientada a la estabilidad financiera como aquella que tiene en cuenta sistemáticamente la evolución financiera en coyunturas tanto positivas como negativas. El objetivo sería mantener equilibrado el lado financiero de la economía. Algunos resultados preliminares sugieren que complementando una regla de política estándar con variables aproximativas (*proxies*) sencillas para el ciclo financiero permitiría mitigar las fases de auge y contracción financieras, con considerables ganancias para el PIB a largo plazo. Tal estrategia también podría limitar la caída de la tasa de interés de equilibrio de largo plazo o tasa natural: el fenómeno de tasas bajas que engendran tasas aún más bajas.

Sin duda, tales cuestiones plantean tremendos desafíos analíticos. Estas conclusiones están sujetas a ciertas salvedades y tan solo representan una contribución al debate. Sugieren, eso sí, que puede ser imprudente implementar una política de oposición al ciclo financiero con carácter selectivo. También apuntan a marcos de política que concedan flexibilidad suficiente no solo cuando los desequilibrios financieros estén bien avanzados, sino a lo largo de todo el ciclo financiero, tanto durante las fases de auge como de contracción. Y, por último, ponen de relieve el modo en que las decisiones presentes pueden limitar las opciones de política en el futuro.

## ¿Qué hacer ahora?

Nuestro análisis sugiere que unas políticas diferentes podrían habernos dejado mejor parados en la actualidad. Las disyuntivas han empeorado y las opciones de política se han estrechado. Cabe preguntarse, pues, cuáles son nuestras opciones ahora.

Una prioridad fundamental es reequilibrar la combinación de políticas restando peso a la política monetaria, una necesidad que la comunidad internacional reconoce ahora sin ambages. Al hacerlo, sin embargo, es esencial atender no solo a las cuestiones relevantes en el corto plazo, sino también y sobre todo, a las de más largo plazo. Ahora bien, ¿de qué manera? Consideremos una a una las políticas prudencial, fiscal, monetaria y estructural.

En el caso de la política prudencial la prioridad, además de concluir las reformas, es doble, dependiendo de las circunstancias específicas de cada país. Por un lado, en los países azotados por la crisis, es esencial finalizar el saneamiento de los balances, algo que aún va con retraso en algunas jurisdicciones, y reasentar las bases para una rentabilidad sostenida. Para maximizar los recursos internos de los bancos, no deberían descartarse, en su caso, restricciones al pago de dividendos. Este proceso puede necesitar el apoyo de la política fiscal, ya que el balance del sector público se ve afectado por las resoluciones bancarias. Asegurarse de que los bancos tienen balances saneados y están bien capitalizados es la mejor manera de aliviar la presión sobre otras políticas y mejorar su eficacia. Además, restaurar la rentabilidad a largo

plazo del sector bancario también exige eliminar exceso de capacidad, un proceso en el que una estricta supervisión puede desempeñar un papel catalizador.

Por el otro lado, en los países que escaparon a la crisis, donde los ciclos financieros van más avanzados o ya han rotado, es esencial reforzar las defensas ante posibles tensiones financieras. Las autoridades deberían seguir utilizando activamente herramientas de carácter macroprudencial, así como intensificar la vigilancia supervisora a fin de identificar y resolver con prontitud cualquier deterioro de la calidad de los activos.

En el caso de la política fiscal, la prioridad es ayudar a cimentar un crecimiento sostenible, evitando que la deuda entre en una dinámica desestabilizadora. Uno de los mecanismos consiste en mejorar la *calidad* del gasto público, que ya roza máximos históricos en relación al PIB en numerosos países, en particular reorientando su composición para favorecer la inversión en capital físico y humano frente al gasto corriente. Un segundo mecanismo es facilitar el saneamiento de los balances. Un tercero es aprovechar el margen de maniobra fiscal para complementar reformas estructurales. Un cuarto mecanismo es acometer de manera inteligente inversiones en infraestructuras, allí donde se precisen y exista la gobernanza adecuada. Un último paso, que es clave, consiste en reducir distorsiones en el código tributario, notablemente el sesgo favorable a la deuda.

En este proceso es importante no sobrestimar el margen de maniobra fiscal. Los compromisos a largo plazo vinculados al envejecimiento demográfico son considerables. El endeudamiento se sitúa en máximos históricos en proporción a los ingresos. Y los márgenes de seguridad adicionales necesarios para afrontar los riesgos para la estabilidad financiera pueden ser considerables (Capítulo V). En algunos países, el colapso de los precios de las materias primas ya ha puesto de manifiesto el escaso margen con que cuentan las políticas; y, en aquellos que experimentan auges financieros insostenibles, el margen existente puede parecer engañosamente amplio. Las tasas de interés actuales excepcionalmente bajas no deberían tomarse como referencia fiable al adoptar decisiones a largo plazo. Si bien dan cierto respiro, tarde o temprano tendrán que retornar a niveles más normales. El riesgo de que la política monetaria acabe subordinándose a la política fiscal (el fenómeno de la «dominancia fiscal») es muy real.

Por lo que respecta a la política monetaria, la clave está en reevaluar los riesgos en la coyuntura mundial actual. Las políticas excepcionalmente acomodaticias actuales están alcanzando sus límites. El equilibrio entre sus beneficios y sus costes ha ido deteriorándose (Capítulo IV). En algunos casos, los mercados han comenzado a cuestionarse la eficacia de una mayor acomodación monetaria, sobre todo porque sus efectos sobre la confianza son cada vez más inciertos. Las medidas incrementales adoptadas individualmente resultan menos convincentes cuando se advierte el creciente distanciamiento respecto de lo que cabría considerar normal. En consecuencia, las decisiones de política podrían dar más importancia a la acumulación de riesgos y a la necesidad de recuperar margen de maniobra para la política monetaria. En la práctica, y sin perjuicio de las circunstancias propias de cada país, esto implica aprovechar las oportunidades prestando más atención a los costes que entrañan configuraciones de política extremas, así como a los riesgos de que su normalización se emprenda demasiado tarde y de forma excesivamente gradual. Esto reviste especial importancia en el caso de jurisdicciones grandes con monedas de uso internacional, que son las que marcan la pauta de la política monetaria en el resto del mundo.

Tal cambio de política exige una serie de requisitos previos. El primero, una evaluación más realista de lo que efectivamente puede lograrse con la política monetaria. El segundo, pleno uso de la flexibilidad de los marcos actuales a fin de permitir desviaciones temporales —aunque posiblemente persistentes— de la inflación respecto de sus objetivos, en función de los factores que expliquen esa diferencia. Tercero, reconocer el riesgo histórico de sobrestimar los costes tanto de leves caída de precios como de espirales descendentes desestabilizadoras. Cuarto, pulso firme y constancia: después de tantos años de excepcional acomodación monetaria y de creciente dependencia de los mercados financieros respecto de los bancos centrales, no puede esperarse que el camino vaya a ser llano. Por último, una estrategia de comunicación congruente con todo lo anterior y que en consecuencia evite hacer creer que la economía está peor de lo que está. Habida cuenta del camino ya recorrido, los desafíos son serios, pero no insuperables.

La necesidad de reequilibrar la combinación de políticas pone más peso en las políticas estructurales. Su ejecución, sin duda, se enfrenta a serios obstáculos de economía política. Además sus resultados no son necesariamente visibles a corto plazo, aunque esto dependerá de las medidas específicas adoptadas y de cómo afecten a la confianza. Con todo, estas políticas son la forma más segura de eliminar obstáculos al crecimiento, liberar el potencial de las economías y reforzar su resiliencia.

Lamentablemente, en este ámbito la brecha entre necesidades y logros es especialmente amplia. La pertinencia de las políticas estructurales se reconoce abiertamente, como atestigua su notoriedad en las deliberaciones del G-20. También se reconoce la necesidad de adaptarlas a las circunstancias de cada país, más allá de las habituales apelaciones a la flexibilidad en los mercados de bienes y de trabajo, y a fomentar el espíritu empresarial y la innovación. Sin embargo, su ejecución hasta el momento ha dejado mucho que desear, quedándose muy cortos algunos países con respecto a sus planes y aspiraciones. Resulta pues esencial redoblar los esfuerzos.

## En defensa de la banca central

En este reequilibrio de las políticas, hay mucho en juego para la economía mundial, los mercados, los gobiernos y, en especial, los bancos centrales. Desde sus titubeantes pasos iniciales en el siglo XVII, la banca central se ha hecho indispensable para la estabilidad financiera y macroeconómica, como demostró una vez más con su actuación en el apogeo de la crisis. Su independencia, apuntalada por la transparencia y la rendición de cuentas, permitió a los bancos centrales actuar con la determinación necesaria para devolver a la economía mundial a la senda de la recuperación.

Ahora bien, la extraordinaria carga impuesta a los bancos centrales desde la crisis está generando crecientes tensiones. Durante la Gran Moderación, los mercados y el público en general comenzaron a considerar los bancos centrales como todopoderosos. Tras la crisis, ambos esperan que los bancos centrales gestionen la economía, restauren el pleno empleo, aseguren un intenso crecimiento, preserven la estabilidad de precios y salvaguarden el sistema financiero. Esto es mucho esperar, mucho más de lo que un banco central puede lograr por sí solo. Las medidas extraordinarias adoptadas para estimular la economía mundial a veces han puesto a prueba los límites de la institución. En consecuencia, han ido en aumento los riesgos para su reputación, para la percepción de su legitimidad y para su independencia.

Es imperioso afrontar estos riesgos para que los bancos centrales puedan seguir procurando eficazmente la estabilidad financiera y monetaria. Para ello se requiere, previamente, ser más realistas sobre lo que los bancos centrales pueden o no lograr, de lo contrario, sus esfuerzos están condenados al fracaso. Otra prioridad es salvaguardar la independencia de los bancos centrales en el seno de un marco institucional más amplio que delimite claramente sus competencias frente a las de otras autoridades. Esto es algo ampliamente reconocido en el ámbito de la estabilidad financiera, de ahí la intensificación de los esfuerzos después de la crisis destinados a crear mecanismos estructurados para alcanzar tal objetivo compartido. En cambio, debe considerarse en mayor medida en el ámbito de la política macroeconómica tradicional, donde la línea entre medidas monetarias y fiscales ha ido difuminándose cada vez más. La independencia, respaldada por la transparencia y la rendición de cuentas, sigue siendo tan importante como lo ha sido siempre.

## Conclusión

La evolución de la economía mundial, vista desde una perspectiva histórica, no ha sido tan débil en términos de producción, empleo e inflación como a veces se afirma. De hecho, puede que ni siquiera el término «recuperación» haga del todo justicia a su estado actual (Capítulo III). Sin embargo, el cambio hacia una expansión más robusta, equilibrada y sostenible se ve amenazado por una «tríada de riesgos»: niveles de deuda demasiado altos, crecimiento de la productividad demasiado bajo y margen de maniobra de las políticas demasiado estrecho. El rasgo distintivo de tan lamentable estado de cosas es que las tasas de interés continúan en niveles persistente y excepcionalmente bajos (que, de hecho, han disminuido aún más en el periodo examinado). La economía mundial no puede permitirse depender por más tiempo del modelo de crecimiento alimentado por la deuda que la ha conducido a la actual coyuntura.

Un cambio de marchas pasa necesariamente por reequilibrar urgentemente la combinación de políticas. La política monetaria se ha sobrecargado durante demasiado tiempo. Las políticas prudencial, fiscal y, sobre todo, estructural deben cobrar protagonismo. En este proceso, sin embargo, no cabe recurrir a apaños ni atajos. Las medidas que se adopten deben mantener una firme orientación de largo plazo. Necesitamos políticas de las que no tengamos que volver a arrepentirnos cuando el futuro se convierta en presente.