



Adoptar una perspectiva de más largo plazo

Discurso pronunciado por Jaime Caruana

Director General, Banco de Pagos Internacionales

con motivo de la Asamblea General Anual del Banco
celebrada en Basilea el 28 de junio de 2015

Buenos días, señoras y señores.

Mi más sincera bienvenida a la presentación del Informe Anual del BPI de este año, nuestra contribución al constante debate entre autoridades, el sector privado y académicos sobre la economía mundial tras la crisis.

Comenzaré exponiendo cuatro observaciones del Informe Anual. Todas ellas apuntan a la necesidad de adoptar una perspectiva de más largo plazo, que nos permita incorporar mejor los factores financieros a nuestro análisis sobre la economía mundial. Posteriormente, Claudio Borio, Jefe del Departamento Monetario y Económico, y Hyun Song Shin, Asesor Económico y Jefe de Estudios, elaborarán algunos de estos puntos.

Las actuales tasas de interés muy bajas no representan un nuevo equilibrio

Me gustaría comenzar con una observación sobre la coyuntura actual, y en particular sobre el debate de si las tasas de interés muy bajas o incluso negativas son la nueva norma.

En el último año, tres cambios en los mercados mundiales han alterado el equilibrio de los riesgos económicos y financieros. La cotización del petróleo en dólares se hundió aproximadamente a la mitad durante el segundo semestre de 2014. El dólar se apreció con fuerza frente a la mayoría de monedas (Gráfico 1, panel izquierdo). Y —posiblemente lo más inusual de todo— las tasas de interés a largo plazo continuaron bajando, tornándose incluso negativas en algunos casos (Gráfico 1, panel derecho). En promedio, durante los primeros cinco meses de este año, unos 2 billones de dólares de deuda soberana —en su mayoría europea— se negociaba con rendimientos negativos.

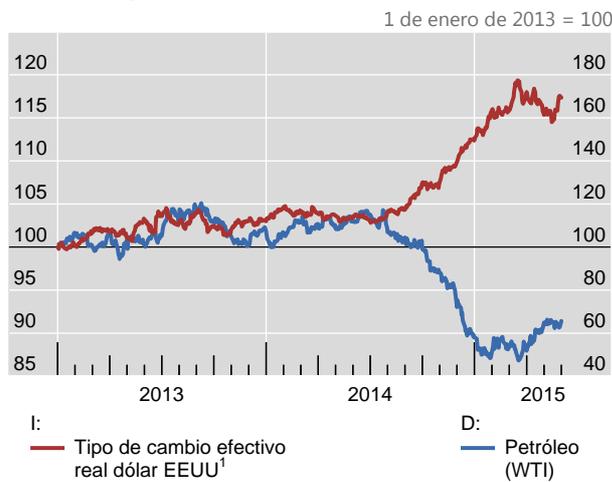
Estos cambios reflejan la reconsideración de las perspectivas económicas mundiales por los participantes en los mercados: las cambiantes expectativas sobre las condiciones económicas en las economías avanzadas y en las de mercado emergentes (EME), la incertidumbre sobre las sendas divergentes de la política monetaria en las principales economías y la inquietud ante los problemas económicos a largo plazo aún pendientes de resolver.



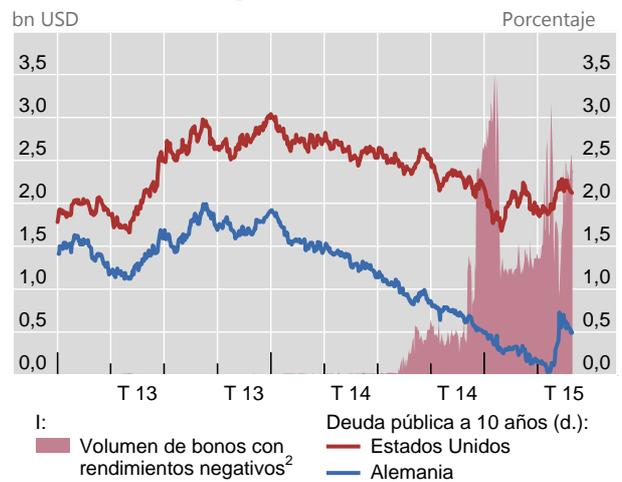
Tres importantes cambios en los mercados mundiales

Gráfico 1

El petróleo y el dólar



Tasas de interés a largo plazo



¹ Índices amplios del BPI sobre tipos de cambio efectivos nominales. Un descenso (aumento) indica una depreciación (apreciación) de la moneda en términos ponderados por el comercio. ² Volumen total de deuda pública negociada a rendimientos negativos; títulos incluidos en el índice global de bonos públicos de Merrill Lynch, promedio de finales de enero y finales de mayo de 2015.

Fuentes: Bank of America Merrill Lynch; Bloomberg; datos nacionales; BPI; cálculos del BPI.

No sorprende que los mercados reconsideren la situación. Pese a los esfuerzos por dejar atrás la sombra de la crisis, las condiciones de la economía mundial siguen lejos de la normalidad. La acumulación de apalancamiento y riesgos financieros, la dependencia que muestran los mercados financieros de los bancos centrales y las tasas de interés persistentemente bajas parecen haberse convertido en rutina. Pero rutina no significa normalidad.

Siete años después de la crisis financiera mundial, la combinación de políticas sigue estando muy desequilibrada. Seguimos dependiendo en exceso del estímulo monetario y el avance en las reformas estructurales todavía es insuficiente. Las disyuntivas que afrontan las políticas continúan siendo complicadas.

Aunque puede haber fuerzas seculares que presionen a la baja las tasas de interés de equilibrio, en nuestra opinión, la configuración actual de tasas muy bajas ni es inevitable, ni representa un nuevo equilibrio. De hecho, bien podría reflejar en gran medida las deficiencias de los actuales marcos analíticos y de política para hacer frente a auges y contracciones de naturaleza financiera. Claudio Borio ahondará más tarde en este punto y en sus implicaciones para la economía mundial.

Nuestra conclusión es que la normalización de la política debería ser bienvenida. En conjunto, los bajos precios del petróleo imprimen un impulso significativo al crecimiento de la economía mundial, que podría respaldar una normalización continua de la política monetaria (por supuesto, con la oportuna consideración de las condiciones específicas de cada país). Esta normalización podría generar cierta volatilidad en el corto plazo, pero ayudaría a contener los riesgos en un horizonte más largo.

Los auges financieros tienen consecuencias para la economía real

Mi segunda observación es sobre la manera en que los auges financieros pueden socavar el crecimiento de la productividad. En concreto, me gustaría referirme a nuestro análisis sobre cómo los auges financieros podrían haber contribuido al descenso observado del crecimiento de la productividad,



especialmente en las economías avanzadas que han registrado auges financieros (Gráfico 2, panel izquierdo).

Durante el pasado año, la economía mundial creció a una tasa no muy alejada de su promedio de largo plazo. Sin embargo, la inversión empresarial ha permanecido débil pese a la pujanza de las fusiones y adquisiciones y las recompras de acciones propias financiadas con deuda. La asunción de riesgos es más evidente en los mercados financieros que en la economía real y el crecimiento de la productividad laboral ha seguido cayendo en todo el mundo.

En repetidas ocasiones, hemos expuesto la opinión del BPI de que las recesiones de balance son diferentes, porque están asociadas al desplome de un auge financiero. Su impacto negativo sobre la demanda agregada es obvio, pero ¿qué ocurre con la capacidad productiva de la economía?

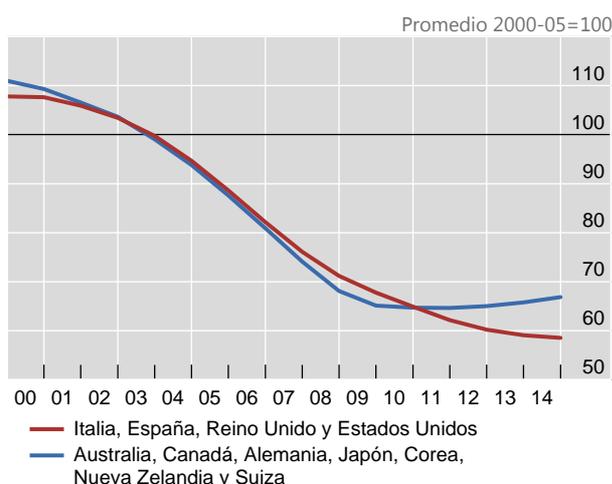
Estudios recientes del BPI apuntan a que los auges financieros tienden a minar el crecimiento de la productividad, al desplazar trabajadores y otros factores de producción hacia sectores cuya productividad crece con más lentitud. Al contrario de lo que ocurre en una recesión normal, esta asignación ineficiente del factor trabajo repercute negativamente en la senda de la productividad agregada, y con ello en el producto potencial tras una crisis financiera.

La lógica económica es la siguiente. En un ciclo económico normal, los trabajadores desplazados durante la recesión volverán a ser contratados cuando se recupere la actividad económica. En una recesión de balance, en cambio, no cabe esperar que los sectores inflados artificialmente durante el auge financiero recuperen sus niveles de actividad previos. Los recursos asignados de forma ineficiente tienen que desplazarse desde estos sectores a otras partes de la economía, lo que habitualmente lleva mucho más tiempo. El daño que esto inflige a la productividad agregada, y con ello al producto potencial, tras una crisis financiera puede revelarse bastante persistente.

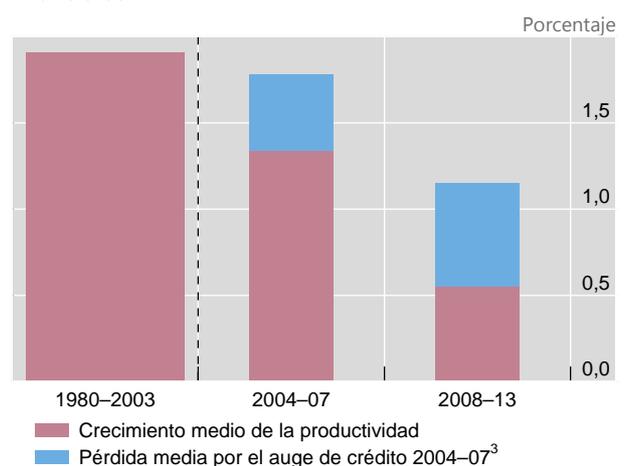
Los ciclos financieros lastran el crecimiento de la productividad

Gráfico 2

Tendencias del crecimiento de la productividad laboral¹



Tendencias de la productividad en economías con ciclos financieros²



¹ Aplicando un filtro Hodrick-Prescott (HP) al crecimiento anual del producto por empleado. Las cifras agregadas representan los promedios ponderados del crecimiento tendencial calculados a partir del PIB a tipos de cambio actuales en paridad del poder adquisitivo (PPA). ² Economías de la muestra: Dinamarca, España, Estados Unidos, Francia, Irlanda, Italia, Reino Unido y Suecia. ³ Calculadas utilizando el crecimiento medio del crédito sobre el PIB durante 1994-2004 como medida contrafáctica.

Fuentes: EU KLEMS; FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*; OCDE, *Economic Outlook* y *STAN*; Conference Board, *Total Economy Database*; base de datos GGDC 10 sectores; BPI, cálculos del BPI.



Sin duda, tras el decrecimiento tendencial de la productividad se esconden otros factores, pero hacemos hincapié en que los auges financieros no solo podrían haber ocultado estos otros factores, sino que además podrían haber contribuido a dicha tendencia al asignar ineficientemente los recursos. Este es un aspecto que claramente merece un mayor análisis.

¿Es significativo el impacto de los auges financieros sobre la productividad? Nuestras cifras sugieren que sí. Nuestro análisis se centra en un conjunto de economías avanzadas que experimentaron auges del crédito en el preludio de la crisis financiera. Estimamos que el crecimiento de su productividad en el periodo del auge, de 2004 a 2007, se redujo en promedio unos 0,4 puntos porcentuales al año, comparado con lo que hubiera ocurrido de no haberse producido dicho auge, es decir si la relación entre crédito y PIB hubiese mantenido su tasa media de los diez años anteriores al auge (Gráfico 2, panel derecho). Más sorprende aún que este efecto persista incluso cuando el auge se desploma. Nuestras estimaciones apuntan a que entre 2008 y 2013 el crecimiento de la productividad de estos países cayó de media 0,6 puntos porcentuales al año con respecto a lo que hubiera ocurrido de no haberse producido el auge. De hecho, para este último periodo, la pérdida estimada es prácticamente tan elevada como el propio crecimiento de la productividad.

La principal conclusión de este análisis es que tenemos que prestar más atención al lado de la oferta. Las políticas de gestión de la demanda no pueden sustituir a las medidas dirigidas a resolver las deficiencias por el lado de la oferta que obstaculizan la demanda y menoscaban el crecimiento. Recuperar un crecimiento fuerte y sostenible exige un análisis más profundo de las limitaciones por el lado de la oferta, que inevitablemente serán específicas de cada país. También implicará acometer reformas estructurales con mano firme.

¿Y qué ocurre con las economías que salieron prácticamente ilesas de la crisis financiera? Este fue el caso, por ejemplo, de algunas economías avanzadas más pequeñas y de numerosas EME. Para ellas también puede tener cierta relevancia la interacción entre los auges financieros y el descenso en el crecimiento de la productividad. Muchas de estas economías han experimentado intensos auges crediticios y han llegado a un punto en que la combinación de estos auges con un menor crecimiento ha suscitado vulnerabilidades internas y externas.

En muchos sentidos, las EME son hoy más fuertes que en los años 80 y 90, cuando muchas de ellas experimentaron tensiones financieras. Los marcos macroeconómicos han mejorado; la flexibilidad de los tipos de cambio ha aumentado; la infraestructura del sistema financiero es más robusta y la regulación prudencial más estricta. El desarrollo de mercados de bonos en moneda local ha librado a las EME del «pecado original» de endeudarse únicamente en moneda extranjera. El incremento de las reservas en divisas ha fortalecido las líneas de defensa.

Pero no todo es de color rosa. Tipos de cambio variables y una buena coyuntura macroeconómica pueden no ser suficientes para proteger plenamente a las economías frente a perturbaciones externas. Aunque la deuda en moneda extranjera se haya reducido en proporción al PIB, se concentra en el sector empresarial, donde los descalces de monedas son más difíciles de detectar, y pueden afectar más directamente a la inversión y al empleo. El papel de los bancos centrales no será sencillo en estos casos, ya que puede ser difícil movilizar las reservas de divisas eficazmente para contrarrestar deficiencias de liquidez en determinados sectores o para apoyar la propia moneda o el mercado de bonos local. Además, el giro desde la financiación bancaria hacia la intermediada por entidades no bancarias puede haber alterado la dinámica del mercado de formas que no se entienden bien. Volveré sobre este punto más adelante.



Las tasas de interés persistentemente bajas afectan al sector financiero

Pasemos ahora a la tercera observación: los riesgos que podrían derivarse si el precio del endeudamiento se mantiene bajo durante demasiado tiempo, algo que el BPI ya ha analizado en numerosas ocasiones.

Nuestra principal preocupación reside en la persistencia de tasas de interés muy bajas. Es esa persistencia la que incita a los agentes económicos a cambiar su comportamiento y la que permite elevar los niveles de apalancamiento y de riesgo, tal vez de manera tan gradual que es difícil percatarse.

En mi discurso de hoy quisiera centrarme en dos aspectos concretos: uno es cómo afecta esta coyuntura a los principales modelos de negocio del sector financiero y, el otro, cuáles son sus implicaciones para la liquidez y el riesgo de mercado.

La prolongación en el tiempo de unas tasas de interés muy bajas puede dañar la capacidad de intermediación de los bancos, al hacer menos rentable la transformación de vencimientos y el préstamo a largo plazo, y al erosionar la propuesta de valor de la banca minorista.

La buena noticia es que los grandes bancos internacionales gozan ahora de mejor salud, al haber reforzado sus coeficientes de capital regulador gracias a sus beneficios. En efecto, el capital ordinario de Nivel 1 creció un 45% entre 2011 y 2014 (Gráfico 3, panel izquierdo). La noticia menos buena es que todavía no han recuperado la plena confianza de los mercados. Los coeficientes precio/valor contable de los grandes bancos de economías avanzadas todavía se sitúan en torno a 1, aproximadamente la mitad que en el caso de empresas no financieras, o incluso menos. Esta escasa valoración podría reflejar incertidumbre sobre sus modelos de negocio, por ejemplo dudas sobre las consecuencias de tener que operar con curvas de rendimiento planas y muy bajas.

Asimismo, ha aumentado la exposición de los bancos a los riesgos de crédito y de tasas de interés. Para estas instituciones, debe ser prioritario gestionar los riesgos para la estabilidad financiera planteados por las tasas de interés persistentemente bajas, así como mantener su sensibilidad al riesgo. Los reguladores y supervisores están al tanto de estos riesgos. En este sentido, es importante contar con salvaguardias adecuadas frente a los riesgos de tasas de interés.

El impacto es aún mayor sobre las aseguradoras del ramo de vida y los fondos de pensiones, a causa de los pasivos a muy largo plazo que mantienen. Al aumentar el valor de sus pasivos y descender sus rendimientos, las compañías de seguros han comenzado a explorar nuevas estrategias de inversión que entrañan más riesgo. Por ejemplo, en las carteras de inversión de las aseguradoras norteamericanas y europeas, la proporción que representan los bonos con calificación inferior a A pasó del 20% en 2007 al 30% en 2013 (Gráfico 3, panel derecho). Simultáneamente, han ido traspasando cada vez más riesgos a sus clientes. Aun así, las presiones sobre su fortaleza financiera podrían prorrogarse.

Las condiciones del mercado financiero, unidas a los cambios demográficos, han ejercido una enorme presión sobre los fondos de pensiones. Los coeficientes de financiación se han deteriorado respecto a los niveles previos a la crisis a ambos lados del Atlántico. Por ejemplo, a finales de 2014, los fondos de pensiones de grandes corporaciones registraban en promedio un coeficiente de financiación del 80%. Los fondos de pensiones han respondido a estos déficits con estrategias de inversión más agresivas, reduciendo su exposición a riesgos tradicionales y aumentando las inversiones alternativas.

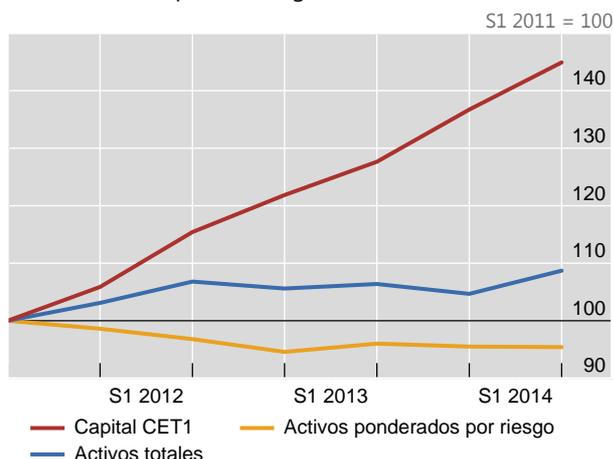
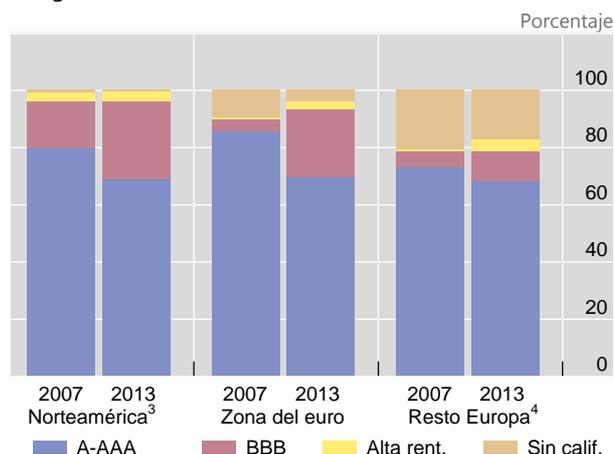
Pero el problema del envejecimiento de la población tiene consecuencias más profundas. A medida que crece el número de personas preocupadas por su jubilación, la escasa rentabilidad del ahorro y la transferencia de los riesgos de inversión hacia los hogares podrían aumentar el ahorro como medida de precaución y debilitar con ello el consumo. Del mismo modo, en el caso de fondos de pensiones privados, los déficits de financiación pueden suponer una deuda adicional para las empresas, limitando su capacidad para realizar nuevas inversiones. Estos cambios de comportamiento, a su vez,



podrían poner en entredicho nuestra comprensión tradicional de las relaciones económicas hasta el punto de merecer un análisis más profundo.

Más capital bancario, más riesgo en las carteras de activos de las aseguradoras

Gráfico 3

Evolución de la posición reguladora de los bancos¹Riesgo de crédito²

¹ Según las definiciones de Basilea III. Bancos con actividad internacional con capital de Nivel 1 superior a 3 000 millones de euros: CET1 = capital ordinario de Nivel 1. ² Inversiones de las compañías de seguros, por calificación; en porcentaje de los títulos con riesgo de crédito. ³ Canadá y Estados Unidos. ⁴ Dinamarca, Noruega, Reino Unido y Suiza.

Fuente: Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, *Basel III Monitoring Report*; SNL; cálculos del BPI.

El segundo aspecto que quisiera resaltar es el cambio en los canales de intermediación financiera. Los mercados de capitales y las gestoras de activos han ganado relevancia. Los activos globales gestionados por estas en 2013 alcanzaron los 75 billones de dólares, duplicando su nivel de hace diez años. Este sector continúa estando muy concentrado, con el 40% de los activos totales en manos de las 20 mayores gestoras.

Con el trasfondo de esta búsqueda generalizada de rentabilidad por los inversores, es necesario considerar los riesgos que plantea la liquidez del mercado. Los repuntes de volatilidad del mercado en el último año han revelado la fragilidad asociada a la liquidez del mercado. La regulación ha intentado fomentar valoraciones más adecuadas y una mejor gestión de los riesgos de liquidez, pero los *stocks* de deuda han aumentado al tiempo que los volúmenes de negociación se han reducido. La aplicación de medidas para prevenir esta «ilusión» de liquidez y reforzar la resiliencia de los participantes en el mercado ante perturbaciones de liquidez reduciría la probabilidad de que estas pudieran minar la liquidez de todo el sistema. Las autoridades económicas también pueden incentivar el mantenimiento de la liquidez, por ejemplo instando a realizar pruebas de resistencia con regularidad y contribuyendo a corregir la percepción de que cabe dar por sentada la abundancia de liquidez.

Estos cambios plantean al menos dos retos a las autoridades económicas. El primero es conocer el grado exacto en que las gestoras de activos están expuestas a los riesgos de liquidez y de mercado. En concreto, ciertas prácticas pueden generar comportamientos similares al apalancamiento, aun cuando el grado de apalancamiento en sí, en forma de financiación mediante endeudamiento, pueda ser relativamente reducido. La cuestión entonces es si las dinámicas resultantes pueden crear problemas de liquidez sistémicos, y en qué medida. El segundo reto es conocer el límite de las políticas prudenciales, tanto micro como macro: tasas de interés tan bajas durante tanto tiempo tienen consecuencias generalizadas para la estabilidad financiera, afectando a un amplio espectro de mercados e instituciones.



El sistema monetario y financiero internacional tiene un ángulo muerto

El cuarto y último asunto que me gustaría abordar son las deficiencias del sistema monetario y financiero internacional, y la posibilidad de que se produzcan repercusiones entre países en ambas direcciones.

La apreciación del dólar estadounidenses este último año ha sido uno de los síntomas más palpables de los cambiantes patrones de ajuste mundiales, reflejando muchos de los mecanismos que han generado ondas de choque hacia otros países.

Un aspecto de este fenómeno es la interacción de los regímenes monetarios. Las políticas monetarias de las principales economías influyen en las condiciones del resto. La transmisión es directa, ya que las principales monedas, sobre todo el dólar estadounidense, se utilizan ampliamente fuera del país emisor; pero también indirecta, cuando un país se resiste a la apreciación no deseada de su tipo de cambio. En consecuencia, las tasas oficiales se mantienen en todo el mundo por debajo de lo que recomiendan los baremos habituales (Gráfico 4, panel izquierdo).

Asimismo, si los países recurren a la intervención en los mercados de divisas, los rendimientos de la deuda se comprimen aún más cuando lo obtenido se invierte en instrumentos denominados en monedas de reserva. Los bancos centrales y otros entes públicos mantienen ahora en sus balances aproximadamente el 40% del volumen de deuda pública emitida en las principales monedas de reserva. Esto ha dejado a los mercados de bonos de todo el mundo más expuestos a las decisiones de los bancos centrales (Gráfico 4, panel derecho).

El otro aspecto es la interacción de los regímenes financieros. El capital fluye libremente entre países y monedas, generando oleadas de financiación en condiciones favorables en los mercados internacionales. En varias ocasiones hemos mencionado el concepto de «liquidez global». En unos minutos, Hyun Shin profundizará en estas interacciones financieras y en la necesidad de considerar las repercusiones entre países y los efectos de realimentación.

Los tipos de cambio variables son una importante línea de defensa, junto con sólidos fundamentos económicos, adecuadas políticas macroeconómicas y mercados financieros profundos y resilientes. Ahora bien, los tipos de cambio variables no pueden aislar por completo del impacto internacional que generan las políticas monetarias de las economías más grandes. Tampoco pueden proteger del todo a los países de los factores mundiales comunes que cada vez afectan más a las condiciones financieras nacionales, como los cambios en la aversión al riesgo de las grandes gestoras de activos.

La situación actual ilustra la existencia de un «ángulo muerto» en el funcionamiento del sistema monetario y financiero internacional: su incapacidad para impedir la acumulación o transmisión de desequilibrios financieros internacionales. En suma, este elemento de inestabilidad inherente refleja la combinación de políticas demasiado centradas en el propio país, en un mundo en el que el capital circula libremente.

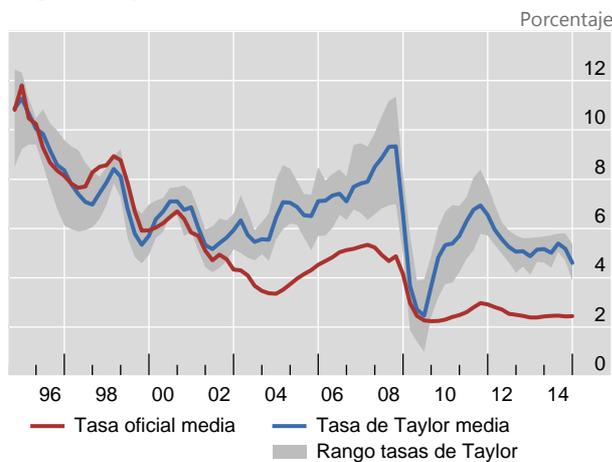
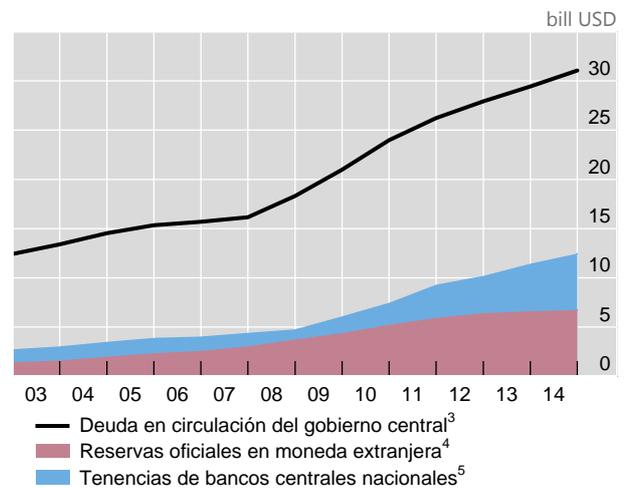
En este sentido, cabe preguntarse si podríamos estar subestimando las potenciales repercusiones que podrían acabar volviendo a los países de origen, en particular desde las EME. Hoy en día, las EME producen la mitad del PIB mundial en términos de paridad de poder adquisitivo. Los prestatarios de estas economías representan el 20% de la exposición exterior de los bancos declarantes al BPI y el 14% del total de títulos de deuda en circulación. Todas estas magnitudes son muy significativas.

¿Qué hacer ahora? Un primer paso sería tener más en cuenta los factores financieros en los marcos de política nacionales. De este modo se reducirían en origen las posibles repercusiones entre países.



Las repercusiones de las políticas empujan a la baja las tasas de interés mundiales

Gráfico 4

Regla de Taylor: mundial¹Tenencias oficiales de deuda pública²

¹ Media ponderada por los tipos de cambio PPA de 2005. Véanse más detalles en *BPI 85º Informe Anual*, Gráfico V.3. ² Incluye Estados Unidos, Japón, el Reino Unido y la zona del euro; para Japón, el Reino Unido y la zona del euro, cifras convertidas en dólares de EEUU utilizando tipos de cambio constantes a finales de 2014. ³ Para Estados Unidos, cifra total de valores del Tesoro negociables, excluida deuda de agencias. ⁴ Para las reservas denominadas en euros y yenes, se supone que el 80% son títulos de deuda pública; para las reservas denominadas en dólares, datos declarados por *US Treasury International Capital System*; para las reservas denominadas en libras esterlinas, tenencias de bancos centrales extranjeros. ⁵ Para la zona del euro, tenencias de deuda del Gobierno central en manos de los bancos centrales nacionales y tenencias del BCE en el marco del Programa para los Mercados de Valores.

Fuentes: BCE; cuentas de flujos de fondos del Banco de Japón; cuentas de flujos de fondos de la Reserva Federal; FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales, Perspectivas de la Economía Mundial* y COFER; Oficina de Gestión de la Deuda del Reino Unido; Departamento del Tesoro de EEUU; CEIC; Consensus Economics; Datastream; datos nacionales; cálculos del BPI.

Pero hay motivos para ir más allá y tratar de internalizar mejor las repercusiones internacionales, de unos países a otros y de vuelta a los primeros, y la interacción entre las políticas. Este paso es mucho más complicado, ya que todavía no contamos con un marco analítico que nos permita integrar adecuadamente estos factores en la política monetaria.

Además, aún hay margen para una mayor cooperación internacional, no en el sentido de coordinar formalmente las decisiones de las políticas, no se trata de eso, sino en el sentido de compartir información y alcanzar un entendimiento común de las externalidades que generan las políticas nacionales y la dinámica de las repercusiones entre países.

En otras palabras, hay motivos para ejercer un interés propio ilustrado: más que mantener cada cual su casa en orden —sin duda, algo prioritario—, mejor todo el vecindario, ya que en último término lo que es bueno para uno, es bueno para el resto.

Más allá del interés propio ilustrado, también hay que plantearse si no tendremos que desarrollar nuevas reglas del juego internacionales que ayuden a introducir disciplina en las políticas nacionales. Pero esta es quizás una cuestión para otra ocasión.

Conclusión

Para concluir, no debemos aceptar las actuales tasas de interés excepcionalmente bajas como la nueva norma. De lo contrario, corremos el riesgo de dar la razón a quienes piensan que son la única manera de lidiar con los retos actuales. Esto podría enquistar la debilidad, dificultando aún más la eventual



normalización y, lo que es más importante, reduciría el margen de maniobra de las autoridades si se produjeran nuevas perturbaciones.

Bien al contrario, se impone adoptar una perspectiva diferente, de largo plazo, macrofinanciera y global. Desde esta perspectiva, los costes del actual desequilibrio de políticas se hacen más evidentes. A menos que los problemas subyacentes se atajen de raíz, las medidas adoptadas pueden ser pan para hoy y hambre para mañana: en forma de asignaciones ineficientes de recursos, auges y contracciones financieras perjudiciales, debilitamiento del sector financiero y agravamiento de las deficiencias en el sistema monetario y financiero internacional.

Todo esto hace aún más necesarias reformas que eliminen los obstáculos al crecimiento, que favorezcan una asignación eficiente de recursos y que restauren el crecimiento de la productividad. También aliviarían la carga que soporta la política monetaria y despejarían el camino para un proceso de normalización sostenido.

Para terminar, me gustaría reflexionar sobre nuestro incompleto conocimiento de las dinámicas de los mercados financieros y de su interacción con la economía real. Para poder desarrollar esta perspectiva de largo plazo, macrofinanciera y global, tendremos que perfeccionar nuestras herramientas analíticas: para comprender mejor la interacción entre los regímenes monetarios y financieros nacionales; para conocer a fondo las consecuencias —intencionadas o no— de las decisiones de política nacional; y en última instancia, para mejorar nuestros marcos de política.