

## Reajuste económico mundial y reequilibrio de políticas

Discurso pronunciado por Jaime Caruana

Director General, Banco de Pagos Internacionales

con motivo de la Asamblea General Anual del Banco celebrada en Basilea el 26 de junio de 2016.

Buenos días.

Reciban mi más sincera bienvenida a la presentación a nuestro Informe Anual para el ejercicio 2015/16. Este Informe es nuestra contribución al continuo debate entre autoridades, académicos y representantes del sector privado sobre la economía mundial. A este debate aportamos una perspectiva a medio plazo que se centra en las tendencias subyacentes que rigen la economía mundial.

Antes de entrar de lleno en mi presentación, me gustaría decir unas palabras sobre el referéndum en el Reino Unido, cuyo resultado ha generado una elevada volatilidad en los mercados financieros.

El sector privado y los bancos centrales han puesto en marcha amplios planes de contingencia para limitar las perturbaciones en los mercados financieros. Unos colchones de capital y de liquidez más fuertes en el sector privado también han aumentado la resiliencia de los sistemas financieros frente a estas alteraciones del mercado. Los bancos centrales ya han comunicado que están siguiendo la situación de cerca y que están preparados para adoptar las medidas que sean necesarias para garantizar el funcionamiento ordenado de los mercados. En el pasado, los bancos centrales han actuado con rapidez y ahora están dispuestos a volver a hacerlo, y cuentan con las herramientas necesarias para ello.

Es probable que se abra ahora un periodo de incertidumbre y ajustes. El Reino Unido está estrechamente integrado en la economía mundial y alberga uno de los centros financieros más importantes del mundo. Con una adecuada cooperación a nivel mundial, estoy convencido de que esta incertidumbre puede quedar contenida y que los ajustes se realizarán de la manera más suave posible.

Permítanme volver ahora al Informe Anual y a su perspectiva de medio plazo. Uno de los principales temas abordados este año es el reajuste que se ha estado produciendo en la economía mundial; a este proceso se une ahora el ajuste adicional que acabo de citar. Mencionaré los riesgos que han ido acumulándose con el tiempo, así como algunas prioridades que se derivan del «reequilibrio» de políticas que recomendamos en nuestro Informe. La idea principal es que, ahora más que nunca, la política monetaria debe estar respaldada por las políticas prudencial, fiscal y estructural.

Tras mi presentación, Claudio Borio, Jefe del Departamento Monetario y Económico, y Hyun Song Shin, Asesor Económico y Jefe de Estudios, profundizarán en algunos de estos asuntos.

### Reajuste mundial

Desde la publicación de nuestro anterior Informe Anual, la economía mundial ha seguido creciendo; de hecho, ha evolucionado mejor de lo que algunos perciben o reconocen. Si bien es cierto que el crecimiento mundial continúa desigual y por debajo de sus niveles precrisis, ajustado por tendencias demográficas se



sitúa ligeramente por encima de su promedio de largo plazo. La creación de empleo también se ha mostrado relativamente fuerte y algunas economías grandes de hecho están creciendo por encima de su potencial.

Al mismo tiempo, la economía mundial transmite una sensación de ajuste inacabado y de frágil confianza. Los tipos de interés han vuelto a bajar. La proporción de títulos de deuda negociados con rendimientos negativos alcanzó nuevos máximos. Incluso antes de las turbulencias del mercado de los últimos días, hemos vivido un periodo de amplias variaciones de los tipos de cambio y de los precios de las materias primas.

Estas evoluciones pueden considerarse como parte de un reajuste continuo de la economía mundial que se ha hecho más evidente en el último año. En nuestro Informe Anual, no obstante, argumentamos que este reajuste refleja la interacción de diversas fuerzas subyacentes de largo plazo.

Permítanme profundizar al respecto. Desde la crisis financiera mundial, hemos asistido a una rotación de los ciclos financieros. En las economías avanzadas situadas en el epicentro de la crisis, el sector privado comenzó a desapalancarse lentamente, mientras que en otras economías el apalancamiento repuntó. Comenzaron a atisbarse señales de auges financieros insostenibles, especialmente en algunas economías de mercado emergentes (EME). El patrón fue similar al de episodios de auge anteriores, con fuertes aumentos del crédito y de los precios inmobiliarios respaldados por un fuerte endeudamiento en moneda extranjera.

Las oscilaciones de los tipos de cambio y de los precios de los activos contribuyeron a esta evolución, a través de una dinámica bien conocida: el fuerte crecimiento económico en las EME más intensivas en energía empujó al alza los precios de las materias primas; estos a su vez reforzaron los auges financieros; la apreciación de las monedas hizo parecer más solventes las empresas de las economías emergentes y redujo las primas de crédito; en un entorno de abundante liquidez mundial, el endeudamiento en moneda extranjera, particularmente en dólares de Estados Unidos, se convirtió en una fuente de financiación fácil y barata. En nuestro Informe Anual analizamos en profundidad este «canal de riesgo del tipo de cambio», del que les hablará Hyun Shin más adelante.

El pasado año, todos estos elementos comenzaron a revertir. Los ciclos financieros domésticos han ido madurando en algunas EME; el crecimiento se ha ralentizado; los precios de las materias primas han caído; y la apreciación del dólar de Estados Unidos, respaldada por la política monetaria efectiva y esperada en ese país, ha endurecido las condiciones de financiación, sobre todo para los prestatarios más endeudados en dólares. Estos cambios en las condiciones de mercado han interactuado con las vulnerabilidades que han ido acumulándose con el tiempo.

## La tríada de riesgos

El Informe Anual de este año analiza tres fuentes subyacentes de riesgo para la economía mundial. Los ciclos financieros han sido un determinante común de esta «tríada de riesgos».

- El primer riesgo son los crecientes niveles de deuda tanto privada, principalmente en las EME, como pública, en las economías avanzadas, a medida que los gobiernos han intentado amortiguar las consecuencias económicas de la contracción cíclica.
- La segunda fuente de riesgos es un menor crecimiento de la productividad. La desaceleración del crecimiento de la productividad es un proceso complejo con numerosos factores en juego. Los ciclos financieros son uno de estos factores, los cuales atrajeron demasiados recursos hacia sectores en expansión pero con escaso crecimiento de la productividad, como la construcción. Cuando la actividad se contrae, lleva tiempo reasignar estos recursos hacia usos más productivos. Nuestro análisis indica que estos efectos pueden ser significativos y persistentes.



- El tercer factor de riesgo es el menguante margen de maniobra de las políticas, como resultado de las medidas asimétricas y desequilibradas que se han adoptado. Estas políticas no han logrado contrarrestar —o al menos no lo suficiente— los auges de crédito, mientras que sí se han relajado de manera persistente durante la fase de contracción.

Esta tríada de riesgos, a su vez, ha dado lugar a tres amenazas. Una es la inestabilidad económica al madurar los ciclos financieros y reducirse la liquidez mundial. Hemos visto episodios de inestabilidad en el segundo semestre de 2015 y comienzos de 2016, cuando el endeudamiento por parte de las EME tocó techo y se endurecieron las condiciones crediticias. Estos episodios de tensión y volatilidad de mercado muestran que aún persisten vulnerabilidades subyacentes.

Sin duda, las EME tienen ahora una mayor capacidad de reacción frente a las influencias externas, al contar con marcos macroeconómicos más fuertes, mejores infraestructuras financieras y mecanismos reguladores, y tipos de cambio flexibles unidos a unas considerables reservas de divisas. Sin embargo, en algunas de estas economías, la deuda ha crecido mucho más que en el pasado. Las EME soportan ahora un peso mayor en la economía global y están más integradas en ella a través de las relaciones comerciales y financieras. Por lo tanto, cualquier tensión en estas economías tendrá un mayor impacto mundial que en el pasado.

La segunda amenaza se refiere a la persistencia de los tipos de interés extraordinariamente bajos, que tienden a reducir las primas por riesgo y «estirar» las valoraciones de los activos, lo cual, a su vez, aumenta la vulnerabilidad de los precios en caso de reversión. Los tipos de interés persistentemente bajos, o incluso negativos, erosionan los márgenes de intermediación de los bancos, amplían los descaldes contables de las compañías de seguros e incrementan el valor de los pasivos de los planes de pensiones. Con el tiempo, todo ello puede llegar a debilitar la economía real. Además, los tipos de interés negativos pueden minar la confianza de los hogares y modificar los patrones de ahorro e inversión de una manera difícil de predecir.

Según se estrecha el margen de maniobra, la tercera amenaza consiste en una pérdida de confianza en las políticas económicas. Unas expectativas irrealistas sobre el crecimiento económico y sobre la capacidad de las políticas actuales para estimularlo pueden generar decepción y debilitar la confianza.

## ¿Qué hacer ahora?

Es necesario reequilibrar las políticas con el fin de lograr una expansión mundial más robusta y sostenible, y para hacer frente a las vulnerabilidades acumuladas. Este reequilibrio exige que las políticas prudencial, fiscal y estructural asuman un papel más prominente. Las nuevas perturbaciones que están afectando la economía o el sistema financiero no modifican fundamentalmente la necesidad de este cambio, sino que lo hacen más complejo, aunque también más necesario.

Desde una perspectiva de medio y largo plazo, se precisa también un marco de política macrofinanciera coherente que incorpore sistemáticamente consideraciones de estabilidad financiera en el análisis y la elaboración de políticas. El desarrollo de este marco es sin duda una tarea difícil.

El Informe Anual de este año añade algunos elementos analíticos nuevos en este sentido y analiza prioridades para las actuales políticas. En mi intervención de hoy, me centraré en las políticas prudencial, fiscal y monetaria. Esto no quiere decir que haya disminuido la importancia de las reformas estructurales, al contrario, estas medidas específicas de cada país son imprescindibles para mejorar la productividad y facilitar la reasignación de recursos —un paso esencial para alcanzar un crecimiento económico robusto y sostenible—.

En el ámbito de la política prudencial se ha avanzado mucho. Destacaría, como principal prioridad, la finalización del marco de Basilea III y la dedicación de más recursos a su implementación

consistente, la supervisión proactiva y el estrecho seguimiento de su impacto. Los requerimientos mínimos de capital se han elevado significativamente hasta niveles razonables<sup>1</sup>. Lo principal ahora es concluir esta labor, garantizando que el capital refleje fielmente los riesgos subyacentes. El debate público suele subestimar hasta qué punto las reformas reguladoras pueden fortalecer la economía. Unos niveles de capitalización adecuados van de la mano de un aumento del crédito y una liquidez más robusta. Hyun abordará este asunto en un momento.

La segunda prioridad es consistente con la primera. En los países azotados por la crisis, es necesario finalizar el saneamiento de los balances y reasentar las bases de una rentabilidad sostenida. En los países donde los auges financieros van más avanzados, hay que actuar con rapidez para reforzar las defensas.

En cuanto a la política monetaria, la persistencia de su actual orientación excepcionalmente acomodaticia sigue planteando importantes interrogantes. Un factor especialmente complicado son los niveles de inflación persistentemente bajos pese a las medidas sin precedentes adoptadas por los bancos centrales. En nuestro Informe argumentamos que, además de los bajos precios del petróleo y los factores cíclicos, la reducida inflación refleja evoluciones seculares positivas por el lado de la oferta que han debilitado la relación entre la inflación y la holgura de la capacidad productiva interna. Un ejemplo serían las cadenas mundiales de producción. Un producto como un teléfono inteligente puede incorporar componentes de distintos países, que de hecho pueden haberse ensamblado en diferentes lugares. Esto implica que la innovación que abarata los costes a nivel mundial se transmite con mayor rapidez a los precios locales. Si bien esto repercute en beneficio del consumidor, también puede contribuir a mantener la inflación por debajo de los objetivos numéricos que se han fijado los bancos centrales.

También contribuimos al debate sobre cómo articular las políticas para contrarrestar los ciclos financieros y las tasas de interés de equilibrio. Nuestros estudios sugieren que la adopción de un marco de política que tenga *sistemáticamente* en cuenta la estabilidad financiera aporta importantes beneficios. Lo esencial es que lo haga «sistemáticamente», es decir, tanto en la fase alcista como bajista del ciclo financiero, y no solo de manera ocasional cuando las señales de insostenibilidad son evidentes. Claudio Borio comentará algunos de estos asuntos en su presentación.

En cuanto a la política fiscal, la cimentación de un crecimiento sostenible exige adoptar medidas focalizadas, evitando al mismo tiempo una dinámica desestabilizadora de la deuda. Conocer exactamente con cuánto margen de maniobra cuenta la política fiscal resulta por tanto fundamental. En las EME, las posiciones fiscales se han debilitado sustancialmente, sobre todo en países exportadores de materias primas. En las economías avanzadas, los tipos de interés actuales favorecen los presupuestos, pero la incertidumbre sobre el margen fiscal es preocupante. En nuestro Informe Anual, ilustramos la variabilidad que existe en las estimaciones de dicho margen. La incertidumbre en torno a estas estimaciones exige una interpretación prudente del espacio fiscal, ya que un acercamiento a sus límites puede provocar una pérdida de confianza por parte de los mercados que puede resultar difícil de reparar.

La política fiscal podría adoptar una serie de medidas positivas. Una de ellas consistiría en mejorar la calidad del gasto público, reorientando su composición para favorecer la inversión en capital físico y humano frente al gasto corriente. Otra sería acometer las necesarias inversiones en infraestructuras, allí donde existan adecuados mecanismos de gobernanza. Otra medida crucial sería respaldar el saneamiento de los balances y completar las reformas estructurales.

Al margen de estas consideraciones, también es importante considerar la política fiscal como parte integrante de un marco de estabilidad macrofinanciera. A este asunto le dedicamos un capítulo

---

<sup>1</sup> Capítulo VI.

completo de nuestro Informe Anual. El nexo entre la política fiscal y la estabilidad financiera va en ambas direcciones.

Por un lado, para proteger al soberano frente a los ciclos financieros, hay que incorporar los efectos de los auges financieros en las posiciones fiscales. Por ejemplo, un aumento de los impuestos durante un *boom* del mercado de la vivienda no debería interpretarse como una mejora permanente de las posiciones fiscales.

Por el otro lado, unas cuentas públicas débiles pueden afectar considerablemente la estabilidad financiera. Los bancos suelen mantener una exposición significativa frente al soberano, que puede dar lugar a efectos de retroalimentación negativos entre el soberano y los bancos en caso de tensiones financieras. Una orientación prudencial más equilibrada, que reconozca los riesgos inherentes a la deuda pública, mitigaría estos efectos y reconocería que ningún activo está realmente a salvo del riesgo de impago.

## En defensa de la banca central

Me gustaría concluir con un mensaje en defensa de la banca central.

El reequilibrio de las políticas y la mejora de sus marcos tienen enormes consecuencias para los bancos centrales. En los últimos años, estas instituciones han confirmado su condición de indispensables. Su independencia, dentro de sus mandatos, les permitió actuar con determinación para hacer frente a la crisis financiera. Esta determinación fue fundamental entonces para devolver la economía mundial a la senda de la recuperación.

Ahora bien, la extraordinaria carga que vienen soportando los bancos centrales desde la crisis está acrecentando las tensiones. Los mercados y el público en general han aumentado su dependencia de los bancos centrales y albergan ahora mayores expectativas en cuanto a lo que éstos pueden lograr. Se espera que los bancos centrales restauren el pleno empleo, aseguren un crecimiento sostenido, preserven la estabilidad de precios y salvaguarden el sistema financiero. Esto es mucho pedir, mucho más de lo que los bancos centrales pueden lograr por sí solos.

De hecho, las medidas extraordinarias adoptadas para estimular la economía mundial en ocasiones han puesto a prueba los límites de la institución. La demarcación entre medidas monetarias y medidas fiscales se ha ido difuminando progresivamente.

Los bancos centrales funcionan mejor cuando se circunscriben a su ámbito de competencia y excelencia: alcanzar la estabilidad monetaria y financiera. Una mayor dosis de realismo sobre lo que los bancos centrales pueden conseguir, y lo que no, les ayudaría a centrarse de nuevo en estos ámbitos. La clave está en contar con un marco institucional que delimite claramente sus competencias frente a las de otras autoridades. Defendemos que la política monetaria trabaje junto con las políticas prudencial, fiscal y estructural de una manera más equilibrada. La independencia del banco central, respaldada por la transparencia y la rendición de cuentas, continúa siendo tan crucial ahora como lo ha sido siempre.

Muchísimas gracias por su atención.