

I. ¿Se está convirtiendo lo impensable en rutina?

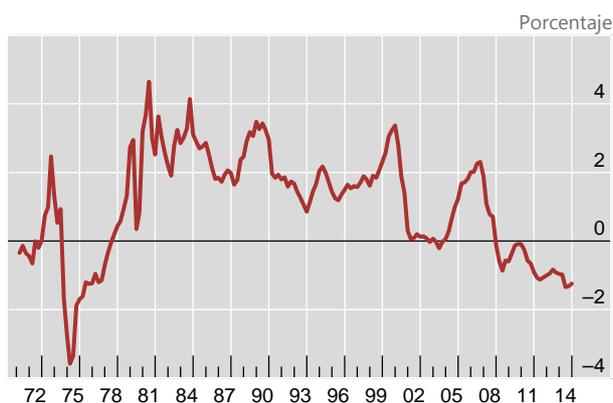
Nunca antes se habían mantenido las tasas de interés tan bajas durante tanto tiempo (Gráfico I.1). Son bajas tanto en términos nominales como reales (ajustadas por la inflación) y en comparación con cualquier parámetro de referencia. Entre diciembre de 2014 y finales de mayo de 2015 se colocaron bonos soberanos a largo plazo con rendimientos *negativos* por un importe aproximado de 2 billones de dólares, la mayoría emitidos por países de la zona del euro. En su cota mínima, los rendimientos de la deuda francesa, alemana y suiza llegaron a ser negativos en sus vencimientos a cinco, nueve y 15 años respectivamente. Tales rendimientos no tienen precedentes. Las tasas de interés oficiales son incluso inferiores, tanto en términos nominales como reales, a las del momento álgido de la Gran Crisis Financiera. En términos reales, se han mantenido en terreno negativo más tiempo incluso que durante la Gran Inflación de los años 70. Con todo, pese a lo excepcional que pueda ser esta situación, muchos esperan que continúe. Es realmente preocupante que lo impensable amenace con convertirse en rutina.

Esas bajas tasas de interés son solo el síntoma más visible de un desarreglo mayor, a pesar del progreso logrado desde la crisis. El crecimiento económico mundial puede no estar ahora lejos de sus promedios históricos, pero sigue desequilibrado. Las cargas de la deuda siguen siendo elevadas, y a menudo crecientes, en relación con los niveles de renta y PIB. Las economías afectadas por una recesión de balance aún se esfuerzan por retornar a la senda del crecimiento saludable. Muchas otras dan muestras de acumular desequilibrios financieros, en forma de fuertes aumentos del crédito y de los precios de los activos, pese a la ausencia de presiones inflacionistas. La política monetaria ha asumido una parte excesiva de la carga de impulsar la actividad económica. Y, mientras tanto, el crecimiento de la productividad ha continuado en declive.

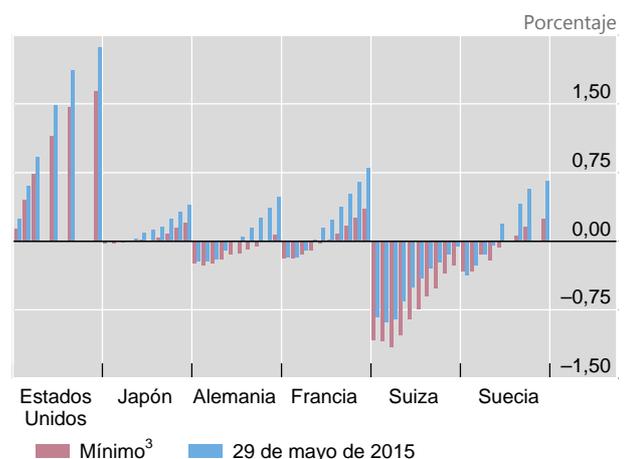
Tasas de interés excepcional y persistentemente bajas

Gráfico I.1

Tasas oficiales reales del G-3¹



Rendimientos de los bonos²



¹ Tasas oficiales nominales menos inflación de los precios de consumo, excluidos alimentos y energía. Medias ponderadas para la zona del euro (Alemania), Japón y Estados Unidos, basadas en PIB móvil y tipos de cambio PPA. ² Por vencimientos: para cada país, las barras representan los vencimientos entre 1 y 10 años. ³ Estados Unidos: 30 de enero de 2015; Japón: 19 de enero de 2015; Alemania: 20 de abril de 2015; Francia: 15 de abril de 2015; Suiza: 23 de enero de 2015; Suecia: 17 de abril de 2015.

Fuentes: Bloomberg; datos nacionales.

Este desarreglo se ha demostrado tremendamente difícil de comprender y suscita vivos debates. Ampliando el análisis del año pasado, el presente Informe Anual ofrece una óptica para interpretar lo que está sucediendo. Nuestra óptica enfatiza factores financieros, globales y de medio plazo, frente a la perspectiva predominante centrada en factores reales, nacionales y de corto plazo.

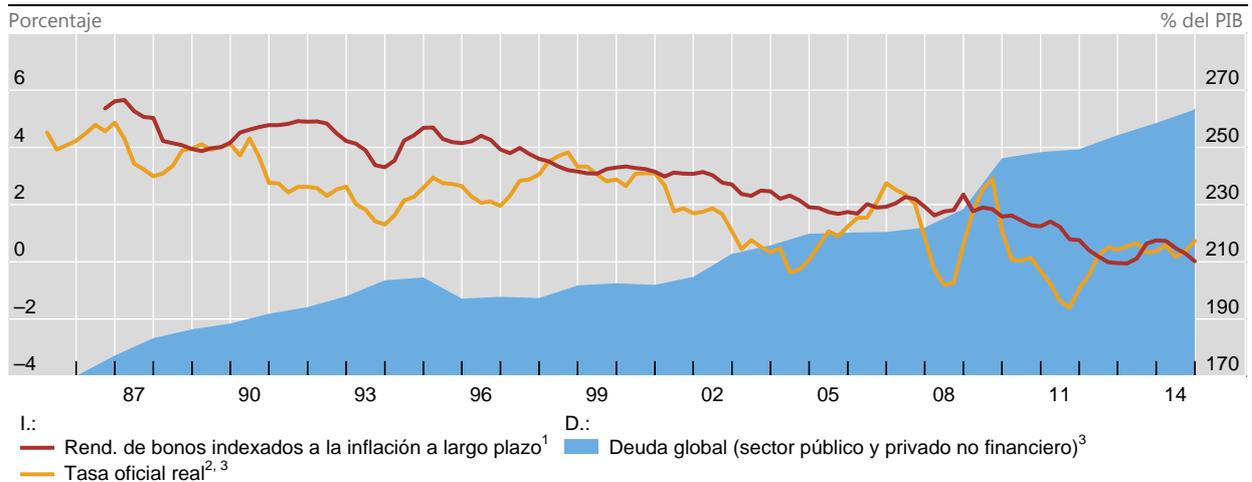
Argumentamos que el desarreglo actual puede reflejar en gran medida una incapacidad para dar respuesta a la interacción de los fenómenos financieros con el crecimiento económico y la inflación en una economía globalizada. Durante bastante tiempo, las políticas se han revelado ineficaces para impedir la acumulación y el estallido de desequilibrios financieros enormemente dañinos, tanto en las economías avanzadas (EA) como en las de mercado emergentes (EME). Estos desequilibrios han dejado profundas cicatrices en el tejido económico, al minar la productividad y provocar una asignación ineficiente de recursos reales entre sectores y en el tiempo.

Nuestra óptica sugiere que las actuales tasas de interés persistentemente bajas pueden no ser tasas de «equilibrio», aquellas que permitirían una expansión mundial sostenible y equilibrada. Más que ser mero reflejo de las actuales deficiencias, las tasas actuales pueden en parte haberlas propiciado, al fomentar costosos auges y contracciones financieras. El resultado son unos niveles de deuda excesivos, un crecimiento insuficiente y unas tasas de interés demasiado bajas (Gráfico I.2). En suma, unas tasas de interés bajas engendran tasas aún más bajas.

Todo esto tiene una dimensión nacional y otra internacional. Las políticas nacionales se han centrado en exceso en la estabilización a corto plazo del crecimiento y la inflación, perdiendo de vista los ciclos financieros, más lentos y también más costosos. Estas deficiencias se han visto agudizadas por el sistema monetario y financiero internacional (SMFI), especialmente tras la crisis. Dado que la política monetaria en las economías principales ha pisado a fondo el acelerador sin lograr la tracción necesaria, las presiones sobre los tipos de cambio y los flujos de capital han propagado condiciones monetarias y financieras laxas a países que no

Las tasas de interés caen al tiempo que aumenta la deuda

Gráfico I.2



¹ Desde 1998, media simple para Estados Unidos, Francia y el Reino Unido; en el resto de casos, solo el Reino Unido. ² Tasa oficial nominal menos inflación de precios de consumo. ³ Cifra agregada a partir de medias ponderadas de las economías del G-7 más China basadas en PIB móvil y tipos de cambio PPA.

Fuentes: FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*; OCDE, *Economic Outlook*; datos nacionales; cálculos del BPI.

tenían necesidad de ellas, contribuyendo a la acumulación de vulnerabilidades financieras. Una manifestación clave ha sido la fuerte expansión del crédito denominado en dólares estadounidenses en las EME, principalmente vía mercados de capitales. El sesgo del sistema hacia la relajación y expansión en el corto plazo corre el riesgo de tener un efecto contractivo en el largo plazo a medida que se manifiesten estos desequilibrios financieros.

La respuesta correcta es difícil de aplicar. La combinación adecuada de políticas dependerá de las circunstancias de cada país, pero pueden destacarse algunas características generales. Se precisa un triple reequilibrio de los marcos de política en los ámbitos nacional e internacional: pasar de ilusorios ajustes macroeconómicos cortoplacistas a estrategias a medio plazo; de la excesiva atención al crecimiento económico y la inflación a corto plazo a una respuesta más sistemática ante ciclos financieros más lentos; y de la estrecha doctrina de que basta con mantener cada cual su casa en orden a otra que reconozca los costes de la interacción entre políticas exclusivamente centradas en el propio país.

En este reequilibrio, un elemento clave será recurrir menos a las políticas de gestión de la demanda y más a las políticas estructurales, con el fin de reemplazar el modelo de crecimiento basado en el endeudamiento, que ha actuado como sustituto político y social de reformas orientadas a fomentar la productividad. El beneficio derivado de los menores precios del petróleo brinda una oportunidad que no debe dejarse escapar. La política monetaria, sobrecargada ya durante demasiado tiempo, debe ser parte de la respuesta, pero en absoluto constituir la única respuesta.

El resto del capítulo ahonda en este problema con miras a extraer una posible solución. La primera sección examina la evolución de la economía mundial en el último año y valora las perspectivas y riesgos futuros. La segunda presenta la óptica propuesta para comprender las fuerzas que han venido conformando esta evolución y que continuarán haciéndolo. La tercera analiza las implicaciones para las políticas.

La economía mundial: presente y futuro

La evolución reciente

¿Dónde nos encontrábamos hace un año? El crecimiento económico no estaba lejos de sus promedios históricos y las economías avanzadas (EA) estaban cobrando impulso pese a que las EME habían perdido algo de fuelle. A excepción de unas pocas EME, la inflación era baja, en algunos casos por debajo de los objetivos de los bancos centrales. Mientras que en la economía real se asumían riesgos con moderación, en los mercados financieros se hacía con agresividad: gasto de inversión anémico por un lado, pero precios de activos altos y volatilidad excepcionalmente baja, por otro. La rentabilidad en los mercados parecía depender de la extraordinaria acomodación monetaria, al reaccionar los índices de renta fija y variable a cada palabra y actuación de los bancos centrales. Conforme se reponían lentamente los balances bancarios en las economías afectadas por la crisis, resurgía la financiación a través del mercado. Los balances del sector privado no financiero evolucionaban en torno a una clara línea divisoria: mientras en los países golpeados por la crisis el sector reducía su apalancamiento a distintas velocidades, aunque con lentitud, en el resto de las economías lo aumentaba, en algunos casos demasiado

rápido. La política fiscal experimentó en general tensiones, con cocientes de deuda sobre PIB en continuo ascenso, aun cuando varias EA consolidaban sus finanzas. Como resultado, los cocientes de deuda sobre el PIB del sector público y privado aumentaron a escala mundial. La política monetaria estaba poniendo a prueba lo que, en ese momento, parecían sus límites.

Desde entonces se han registrado dos evoluciones clave. La primera es la marcada caída del precio del crudo, con descensos menores para otras materias primas. El desplome cercano al 60% desde julio de 2014 hasta marzo de 2015 fue el tercero mayor de los últimos cincuenta años, tras los que siguieron a la quiebra de Lehman y al fin del cártel de la OPEP en 1985. Desde entonces, el precio solo se ha recuperado ligeramente. La segunda es la fuerte apreciación del dólar estadounidense. En el mismo periodo, su tipo de cambio ponderado por el comercio aumentó aproximadamente un 15%, una de las apreciaciones más fuertes registradas durante periodos similares. La apreciación ha sido especialmente marcada frente al euro.

Sobre los precios del petróleo han corrido ríos de tinta. No obstante, como el precio de cualquier otro activo, el del crudo obedece a una combinación de expectativas del mercado sobre producción y consumo futuros, actitud frente al riesgo y condiciones financieras (Capítulo II). Esta vez, un factor clave fue la constatación de que la OPEP estaba más preocupada por su cuota de mercado y no restringiría la producción como en el pasado, con lo que cambiaban las reglas del juego. Esto explica mejor el momento y la magnitud de la caída de los precios que la inquietud por el debilitamiento de la demanda mundial. A ello puede haber contribuido la actividad de cobertura de productores individuales muy endeudados.

Independientemente de sus factores subyacentes, la caída de los precios del petróleo ya ha espoleado positivamente la economía mundial, y seguirá haciéndolo (Capítulo III). El descenso del precio de un insumo clave en la producción global suele tener un efecto expansivo, tanto más visible en la medida en que no refleje un descenso de la demanda mundial. Con todo, habrá claros ganadores y perdedores, y habrá que estar alerta a la interacción entre las tendencias del precio del petróleo y las vulnerabilidades financieras (ver más abajo).

La fuerte apreciación del dólar tiene múltiples causas y efectos inciertos. El proceso comenzó cuando las expectativas sobre las divergentes condiciones macroeconómicas y políticas de los bancos centrales aumentaron el atractivo de los activos en dólares estadounidenses. Esta evolución se enraizó cuando el BCE sorprendió a los mercados con su programa de compra de activos a gran escala. El efecto de la apreciación a través del comercio es ante todo redistributivo, pero bienvenido en la medida en que ha desplazado el impulso de crecimiento de economías más fuertes a más débiles. Pero su impacto último dependerá de cuál sea su impronta en las vulnerabilidades financieras y de cómo reaccionen las políticas, sobre todo la monetaria, ante las oscilaciones cambiarias. En este sentido, la enorme acumulación de deuda en dólares por residentes no estadounidenses resulta preocupante (véase más abajo).

La combinación de la caída del precio del crudo y la apreciación del dólar ayuda a explicar, y en parte refleja, el subsiguiente desplome de las tasas de interés a corto y largo plazo. Lo explica en la medida en que el abaratamiento del crudo ha reforzado las presiones desinflationistas mundiales; y lo refleja en la medida en que las políticas monetarias excepcionalmente laxas en algunas jurisdicciones fomentan la relajación en otras. Tómese, por ejemplo, la decisión de los bancos centrales de

Suiza y Dinamarca de poner a prueba los límites de las tasas de interés negativas ante la enorme presión ejercida sobre sus tipos de cambio.

¿Adónde nos ha llevado todo esto? A primera vista, quizás no mucho más allá de donde estábamos el año pasado. El crecimiento mundial apenas ha variado, y ha continuado la rotación desde las EME hacia las EA. La inflación es algo menor, principalmente debido a factores de oferta temporales y positivos (Capítulo IV). Los mercados financieros han mostrado señales ambiguas: la volatilidad se ha normalizado en parte y se ha moderado la asunción de riesgo en los mercados de deuda corporativa, especialmente en las EME. Sin embargo las bolsas han seguido al alza y los mercados parecen moverse al dictado de las políticas de los bancos centrales (Capítulo II). La normalización de la política monetaria estadounidense parece estar más cerca, pero aún se desconoce en qué momento se producirá. Los bancos han seguido recuperándose, pero persisten dudas, lo que ha seguido alentando la financiación a través del mercado (Capítulo VI). Los balances del sector privado han seguido evolucionando en la misma dirección, con algunos países reduciendo su apalancamiento y otros aumentándolo, pero en general casi nada ha cambiado (Capítulo III).

Un examen más detenido, sin embargo, muestra que han aumentado los riesgos y tensiones a medio plazo, inherentes a un modelo de crecimiento mundial deficiente basado en el endeudamiento. A continuación ahondamos en estos riesgos y tensiones.

Riesgos y tensiones de cara al futuro

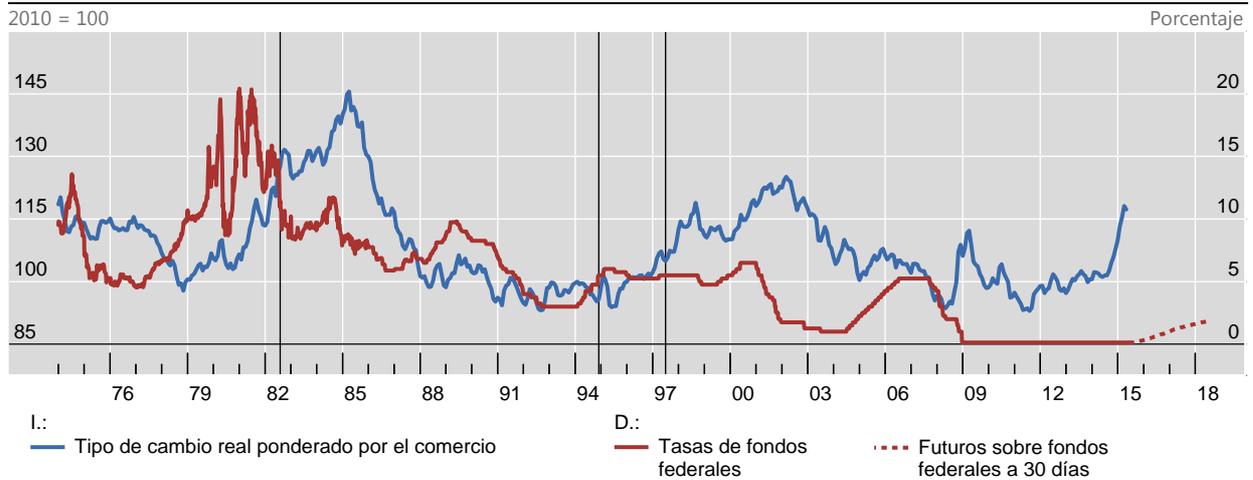
Para comprender los principales riesgos a medio plazo, es útil dividir los países en dos grupos, en función del grado en que les afectó la Gran Crisis Financiera. Desde hace casi un decenio, la sombra de la crisis sigue con nosotros (Capítulo III).

En los países menos afectados, el principal riesgo son los picos de los ciclos financieros internos, a menudo acompañados de vulnerabilidades externas. Este grupo incluye algunas EA, principalmente aquellas exportadoras de materias primas, y muchas EME, incluidas algunas de las más grandes. En estas economías, los prolongados auges del crédito interno han situado los cocientes de deuda sobre PIB del sector privado en nuevos máximos, a menudo junto a fuertes aumentos de los precios inmobiliarios. En varias de ellas han influido, como en el pasado, las fuentes externas de expansión del crédito, especialmente en moneda extranjera. Por ejemplo, el crédito en dólares estadounidenses a entidades no bancarias en EME casi se ha duplicado desde principios de 2009, superando los 3 billones de dólares. El mayor riesgo lo afrontan los exportadores de materias primas, alentados por el «superciclo» de las materias primas y propulsados por condiciones de financiación excepcionalmente favorables en todo el mundo. No sorprende que las estimaciones de la tasa de crecimiento potencial se hayan rebajado a la mitad en América Latina. China juega un papel clave en este contexto: es una economía enorme, importadora de materias primas, cuyo crecimiento se ha ralentizado considerablemente a causa de sus desequilibrios financieros generalizados.

En varios sentidos, las EME se encuentran en mejor situación que en los años 80 y 90, cuando el endurecimiento de las condiciones monetarias en Estados Unidos y la apreciación del dólar provocaron diversas crisis (Gráfico I.3). Los marcos macroeconómicos son más sólidos y los tipos de cambio más flexibles. La infraestructura del sistema financiero es más robusta y se ha reforzado la regulación prudencial, incluida su perspectiva macroprudencial. Por ejemplo, a pesar de las

La política monetaria estadounidense y la apreciación del dólar durante crisis financieras en EME

Gráfico I.3



Las líneas verticales continúan indicando la crisis de la deuda latinoamericana (1982), la crisis «Tequila» (1994) y la crisis financiera asiática (1997).

Fuentes: Bloomberg; datos nacionales; BPI.

llamativas cifras del dólar estadounidense, la deuda en divisas en porcentaje del PIB no es tan elevada como en el pasado. Precisamente, esto era lo que perseguía el desarrollo de mercados de bonos en moneda local: acabar con el «pecado original». Y las reservas de divisas son ahora mucho mayores.

A pesar de todo, se impone prudencia. La coyuntura aparentemente buena de las economías asiáticas en términos de crecimiento, baja inflación y disciplina fiscal no las aisló de las crisis en los años 90. Las exposiciones al tipo de cambio se concentran ahora en el sector empresarial, donde los descalces de moneda son más difíciles de medir. Hay límites a la movilización de reservas oficiales para cubrir los déficits de liquidez en la financiación del sector privado o para defender las monedas. Más aún, falta por ver cómo influirá en las dinámicas de precios de los activos el giro desde los bancos hacia las gestoras de activos: la asimetría de tamaño entre proveedores y receptores de fondos no ha disminuido, y los mercados podrían reaccionar violentamente ante presiones unilaterales (la liquidez a buen seguro se evaporará en la precipitada carrera por deshacer posiciones). El desasosiego que generó en los mercados el anuncio por la Reserva Federal estadounidense en 2013 de que eventualmente tendría que iniciar la retirada gradual de su programa de relajación cuantitativa («*taper tantrum*») tan solo fue una primera prueba: puso de manifiesto la preocupación tradicional por la balanza de pagos y los aspectos macroeconómicos, pero no fue acompañada de manifestaciones más dañinas de desequilibrios financieros locales.

Lo que es seguro es que atrás han quedado los tiempos en que lo que ocurría en las EME básicamente no salía de allí. El peso de las EME en la economía mundial ha aumentado sustancialmente desde la crisis asiática, desde aproximadamente un tercio hasta casi la mitad del PIB mundial en términos de poder adquisitivo. En algunos casos, su exposición financiera externa puede ser considerable desde una perspectiva global, aunque sea pequeña en relación con su economía local. Tomemos el ejemplo de China. A finales de 2014, era el octavo prestatario mundial de activos bancarios transfronterizos, por valor de un billón de dólares —el doble

que apenas dos años antes—, y el undécimo en préstamos obtenidos a través de los mercados de títulos de deuda internacionales, con más de 450 000 millones de dólares a finales de marzo de 2015.

Diversos riesgos acechan a los países más afectados por la crisis, que siguen todavía desapalancándose o están comenzando a reapalancarse. Destacaremos tres de ellos.

El primer riesgo se refiere a los costes a medio plazo que conlleva la persistencia de tasas de interés ultrabajas, que pueden infligir serios daños en el sistema financiero (Capítulos II y VI). Por ejemplo, las tasas extraordinariamente bajas reducen los márgenes de intermediación de los bancos y sus beneficios por la transformación de vencimientos (lo cual podría debilitar los balances y la oferta de crédito) y generan importantes riesgos unidireccionales de tasas de interés. Las tasas excesivamente bajas también menoscaban la rentabilidad y solvencia de las compañías de seguros y de los fondos de pensiones. Además, pueden inducir valoraciones erróneas generalizadas en los mercados financieros, como parece estar ocurriendo por ejemplo en los mercados bursátiles, y en algunos mercados de deuda corporativa, que parecen decididamente sobrecomprados. Estas tasas tan bajas también suscitan riesgos para la economía real. A más corto plazo, los apuros de los fondos de pensiones son el recordatorio más obvio de la necesidad de ahorrar más para la jubilación, lo que puede debilitar la demanda agregada. A plazo más largo, las tasas negativas, ya sea en términos ajustados por la inflación o nominales, no concitan precisamente decisiones racionales de inversión y, con ello, un crecimiento sostenido. Si prosigue este viaje sin precedentes rumbo a tasas de interés nominales negativas más bajas, pueden estar poniéndose a prueba límites técnicos, económicos, jurídicos e incluso políticos.

El segundo riesgo se refiere a la prolongada dependencia de la deuda, como sustituto de reformas orientadas a fortalecer la productividad. Retrasar el ajuste siempre es tentador, por mucho que se haya documentado el lastre que puede ejercer una elevada deuda pública sobre el crecimiento. El envejecimiento de la población acentúa este problema al menos de dos formas. En lo económico, hace que la carga de la deuda sea mucho más difícil de soportar. En lo político, refuerza la tentación de impulsar temporalmente el crecimiento con políticas de gestión de la demanda, algo a lo que contribuye la tiranía de las cifras de crecimiento general, sin ajustar por efectos demográficos. Por ejemplo, no se recalca lo suficiente que en términos de población en edad laboral, el crecimiento de Japón ha superado al de muchas economías avanzadas, especialmente Estados Unidos. En estos términos, Japón creció a una tasa acumulada del 15% entre 2000 y 2007, casi el doble que Estados Unidos (8%), lo contrario de lo que muestran las tasas de crecimiento general (10% y 18% respectivamente). La diferencia es aún mayor si se incluyen los años que siguieron a la crisis.

El tercer riesgo se refiere a la crisis griega y su impacto en la zona del euro. En cierto sentido, la evolución de Grecia y de la zona del euro en general reproduce desafíos mundiales más amplios, pero amplificados por particularidades institucionales: un cóctel tóxico de deuda pública y privada y una exigua disposición a acometer ajustes estructurales que son absolutamente necesarios. El resultado es que la política monetaria, considerada solución fácil para ganar tiempo, acaba soportando la mayor parte de la carga. Desde un punto de vista puramente económico, la zona del euro parece estar ahora mejor situada para lidiar con contagios que en el momento en que estalló la crisis. No obstante, la incertidumbre persiste y el potencial de contagio político es incluso más difícil de evaluar.

Esta enumeración no incluye el riesgo de una inflación persistentemente baja o una deflación en toda regla. Ciertamente es que el riesgo depende de factores específicos de cada país, pero el debate político actual tiende a exagerarlo (Capítulo IV). En primer lugar, con frecuencia no se hace suficiente hincapié en que los recientes descensos de los precios son en gran medida reflejo del abaratamiento del petróleo y otras materias primas. Su impacto pasajero sobre la inflación debería ceder ante el impulso más duradero imprimido al gasto y al crecimiento económico, especialmente en países importadores de energía. En segundo lugar, se tiende a extraer conclusiones generales de la Gran Depresión, un episodio único que podría haber estado más relacionado con el desplome de los precios de los activos y las crisis bancarias que con la deflación *per se*. En general, datos históricos más amplios revelan una débil relación entre deflación y crecimiento. Por último, la evidencia sugiere que hasta ahora el daño económico real provenía de la interacción de la deuda con los precios inmobiliarios, y no tanto con los precios de los bienes y servicios, como confirma la última recesión. Al mismo tiempo, las respuestas de política también deben tener en cuenta nuestro entendimiento aún limitado del proceso de inflación.

El panorama resultante es el de un mundo que está recobrando un crecimiento más fuerte, pero en el que persisten tensiones a medio plazo. Están sanando las heridas de la crisis y de la posterior recesión, porque se están saneando los balances y se está reduciendo algo el nivel de apalancamiento. Recientemente, también hay que agradecer la fuerte e inesperada contribución de los bajos precios de la energía. Entretanto, la política monetaria se ha empleado a fondo para espolear la demanda a medio plazo. Pero la combinación de políticas ha dependido demasiado de medidas que, directa o indirectamente, han arraigado la dependencia del modelo de crecimiento basado en el endeudamiento que precisamente estuvo en la raíz de la crisis. Estas tensiones se manifiestan especialmente en la incapacidad para aligerar la carga de deuda a nivel mundial, en el continuo descenso del crecimiento de la productividad y, sobre todo, en la progresiva pérdida de margen de maniobra de la política, tanto fiscal como monetaria.

Las causas profundas

¿Por qué ha ocurrido todo esto? Una posible respuesta reside en la combinación de políticas e ideas. Los sistemas políticos tienden de suyo a favorecer políticas que aseguren ganancias a corto plazo aun a riesgo de ocasionar problemas a largo plazo. Las razones de este sesgo son bien conocidas, por lo que no las desgranaremos aquí. Ahora bien, al influir las ideas sobre las políticas, su efecto se vuelve más insidioso precisamente a causa de ese sesgo. Así pues, la cuestión más acuciante es si los paradigmas económicos imperantes son suficientemente fiables para guiar las políticas.

Ideas y perspectivas

Tras el estallido de la crisis, no hubo reparos en admitir que las perspectivas macroeconómicas dominantes no consiguieron evitar la crisis porque habían descartado la posibilidad de que ocurriese. Simplificando un tanto, se presuponía que la estabilidad de precios bastaba para garantizar la estabilidad

macroeconómica, y que bien el sistema financiero se estabilizaría por sí solo, o bien su eventual desplome no tendría consecuencias muy dañinas.

Desafortunadamente, se ha avanzado muy poco para subsanar estas deficiencias. Los factores financieros parecen seguir aparcados en la periferia del pensamiento *macroeconómico*. Sin duda se han desplegado esfuerzos para concederles mayor importancia, como el desarrollo de modelos económicos que dan cabida a estos factores. Con todo, estos esfuerzos aún no han calado lo suficiente en el debate sobre políticas, de manera que la estabilidad macroeconómica y la estabilidad financiera no acaban de ligar bien.

Si eliminamos todos los matices de la perspectiva analítica predominante y nos centramos en cómo conforma el *debate sobre políticas*, la lógica subyacente es bien sencilla. El exceso o escasez de demanda final del producto interno (la «brecha del producto») determina la inflación nacional, también al sostener las expectativas de inflación. Se aplican entonces políticas de demanda agregada para eliminar dicha brecha y conseguir el pleno empleo y una inflación estable: la política fiscal afecta al nivel de gasto directamente, y a la política monetaria indirectamente, a través de las tasas de interés reales (ajustadas por la inflación). Los tipos de cambio, si se dejan variar, permiten a las autoridades configurar la política monetaria libremente en función de las necesidades del país y, con el tiempo, también equilibran la cuenta corriente. Mientras cada país ajuste sus resortes monetarios y fiscales para cerrar la brecha del producto *periodo a periodo*, todo irá bien, tanto dentro como fuera del país.

Por supuesto, también salen a colación, en distinto grado, los factores financieros. Por ejemplo, en algunos casos, unos niveles de deuda demasiado altos se considera que agravan la escasez de demanda. En otros, se reconoce abiertamente la posibilidad de que se produzca inestabilidad financiera. Pero, a fin de cuentas, las conclusiones básicas no cambian. A toda escasez de demanda se le aplica la misma receta: políticas estándar de demanda agregada. Y la inestabilidad financiera mejor tratarla por separado, mediante la política prudencial, aunque con una orientación más sistémica (macroprudencial). Siguiendo un principio de separación nítida, conviene reservar las políticas monetaria y fiscal para las cuestiones macroeconómicas habituales, básicamente como hasta ahora. Desde esta perspectiva, volvemos a una situación familiar, la de antes de la crisis; es como estar reviviendo el «día de la marmota».

El Informe Anual del pasado año ofrecía una óptica analítica diferente, con conclusiones de política también diferentes. Esa óptica intenta volver a situar los factores financieros en el centro de la esfera macroeconómica y enfatiza el medio plazo frente al corto plazo, y la dimensión mundial frente a la nacional. Son tres los elementos fundamentales de esta óptica y en los que ahondamos este año.

Primero, el comportamiento de la inflación no es necesariamente un indicador fiable del crecimiento sostenible (o potencial). Eso se debe a que los desequilibrios financieros suelen acumularse mientras la inflación es baja y estable, decreciente o incluso negativa. Lo distintivo de estos desequilibrios son auges del crédito y de precios de los activos, especialmente los precios inmobiliarios, así como señales de asunción excesiva de riesgo en los mercados financieros, como por ejemplo primas de riesgo bajas o descensos de la volatilidad. Cuando dichos auges acaban colapsándose, pueden tener efectos devastadores y duraderos. Así ocurrió claramente durante la Gran Crisis Financiera, que no fue más que el reflejo de un patrón histórico recurrente, desde el auge financiero previo a la Gran Depresión en Estados Unidos —los precios de hecho cayeron durante parte de los felices

años 20—, hasta la crisis de Japón a principios de los 90 y las de Asia a mediados de esa misma década.

Si los auges financieros comparten ciertas características, debería ser posible identificar algunas de las señales de peligro por adelantado. Además, hay indicios de que los indicadores representativos de dichos auges financieros pueden ofrecer información muy útil sobre los riesgos futuros *según se desarrollan los acontecimientos* («en tiempo real»). Estos indicadores habrían ayudado a determinar que el crecimiento se había situado por encima de su nivel sostenible, o potencial, antes de producirse la crisis más reciente en Estados Unidos; algo que las estimaciones habitualmente utilizadas por las autoridades, parcialmente distorsionadas por la inflación contenida, solo han hecho *a posteriori*, al reescribir la historia a partir de nueva información (véase el Recuadro IV.C). Esto explica por qué, en el caso de Estados Unidos, si se hubieran conocido las desviaciones del cociente del servicio de la deuda y el apalancamiento con respecto a sus valores de largo plazo a mediados de la primera década de este siglo, podría haberse pronosticado mejor la evolución de su PIB durante la subsiguiente recesión y recuperación (Recuadro III.A). También explica por qué el comportamiento del crédito y los precios inmobiliarios durante la fase de auge, o el del cociente del servicio de la deuda o incluso el del propio crecimiento del crédito, han resultado ser indicadores útiles de futuras tensiones bancarias y costosas recesiones en diferentes países.

¿Por qué no es la inflación un indicador de sostenibilidad suficientemente fiable, al contrario de lo que sugiere el paradigma imperante? Pueden alegarse al menos dos posibles motivos.

Uno tiene que ver con el tipo de expansión crediticia. Un fuerte incremento del crédito podría destinarse no tanto a comprar bienes o servicios nuevos, lo que incrementaría el gasto y el PIB, sino más bien a pagar por activos existentes, ya sean «reales» (por ejemplo vivienda o empresas) o financieros (activos simples u otros más complejos, producto de la ingeniería financiera). Ninguno de estos dos canales afecta directamente a las presiones inflacionistas.

El otro motivo se refiere al origen de la (des)inflación. La desinflación por el lado de la oferta suele alentar la producción económica, al tiempo que abona el terreno para la acumulación de desequilibrios financieros. Ejemplos de estas fuerzas son la globalización de la economía real (p. ej. la incorporación de países excomunistas al sistema comercial mundial), la innovación tecnológica, el aumento de la competencia y la caída de los precios de insumos clave para la producción, como el petróleo. La diferencia entre la desinflación originada por el lado de la oferta y la ocasionada por el de la demanda podría explicar la débil relación empírica observada en el pasado entre deflación y crecimiento.

Segundo, las contracciones que siguen a los auges financieros son mucho más dañinas y menos sensibles a las políticas tradicionales de demanda agregada. Aumentan las pruebas empíricas indicativas de que, tras un auge financiero, las recesiones son más profundas, las subsiguientes recuperaciones más débiles, hay una pérdida permanente de potencial de crecimiento y las tasas de crecimiento tras la recesión pueden ser menores. De hecho, el periodo posterior a la reciente crisis ha seguido un patrón similar, pese al extraordinario estímulo monetario y la expansión fiscal inicial.

Las razones están relacionadas con la resaca que dejan los auges a su paso. El sector financiero se queda hecho añicos. Los hogares y las empresas se enfrentan a un exceso de deuda y a problemas de calidad de sus activos. Además, los auges

financieros socavan el crecimiento de la productividad. Pueden disimular su descenso secular, erosionado por deficiencias estructurales, tras un bienestar ilusorio (véase el *84° Informe Anual* del BPI). También pueden minar más directamente el crecimiento de la productividad, provocando una asignación ineficiente de recursos durante mucho tiempo, tanto del capital como del trabajo (Recuadro III.B). Si damos por buenas estimaciones de distintos países, el impacto puede ser considerable, de hasta casi 1 punto porcentual anual en la fase alcista del ciclo y mucho mayor tras estallar una crisis.

En estas circunstancias, y una vez superada la fase aguda de la crisis, las políticas de demanda agregada trabajan en vano. Las instituciones financieras infracapitalizadas restringen el crédito y lo asignan de manera ineficiente; los prestatarios sobreendeudados amortizan deuda y la mala asignación de recursos les impide responder a un estímulo indiscriminado. En otras palabras, no todas las brechas del producto son iguales, ni reaccionan de la misma manera ante medidas idénticas, y después de una crisis, su amplitud puede haberse sobrestimado. Así pues, a menos que los problemas subyacentes se atajen de raíz, las medidas adoptadas pueden ofrecer pan para hoy pero hambre para mañana: la deuda no se reduce lo suficiente, el margen de maniobra de la política se estrecha aún más y se abona el terreno para la siguiente fase de contracción financiera. Ahora bien, nada de todo esto implica mayor inflación. Paradójicamente, un sesgo hacia la relajación en el corto plazo puede tener efectos contractivos en el largo plazo.

Tercero, cuando el tipo de cambio se convierte en el punto de menor resistencia, los problemas pueden exacerbarse a escala mundial. Dado que tras una contracción financiera la eficacia de la política monetaria es limitada para estimular el gasto por los canales nacionales, la sensibilidad de la inflación y el crecimiento a los tipos de cambio es mayor. La depreciación de la moneda local tiene un efecto más inmediato y automático en los precios y, en la medida en que sustraiga demanda a otros países, también puede estimular el crecimiento del PIB. Ahora bien, si como se arguye más adelante los tipos de cambio no logran aislar suficientemente a los países de influencias externas, las autoridades se resistirán a la apreciación de su moneda, con el resultado de depreciaciones competitivas y una relajación de las políticas monetarias a escala mundial. Así pues, si en conjunto las políticas *ya* son demasiado laxas para lograr una estabilidad financiera y macroeconómica duradera a causa de una combinación de políticas desequilibrada, el resultado solo podrá empeorar. De nuevo, pan para hoy y hambre para mañana.

Exceso de elasticidad financiera

Ahora ya podemos juntar todas estas piezas para diagnosticar qué puede estar fallando en el funcionamiento de la economía mundial. Desde nuestra óptica, las políticas no han conseguido impedir la gestación y el desplome de auges financieros con consecuencias perniciosas. Es decir, la economía mundial muestra un «exceso de elasticidad financiera»: se tensa cada vez más el elástico hasta que al final pega un fuerte latigazo. Esto refleja tres deficiencias concretas: en la interacción entre los mercados financieros y la economía real, en la configuración de las políticas nacionales, y en la interacción entre ellas a través del SMFI. Analicemos cada una de estas deficiencias por separado.

A estas alturas, se reconoce abiertamente que las fuerzas tendentes a equilibrar internamente el sistema financiero son débiles y que esto puede amplificar las fluctuaciones económicas. Se observa una interacción que refuerza entre sí unas

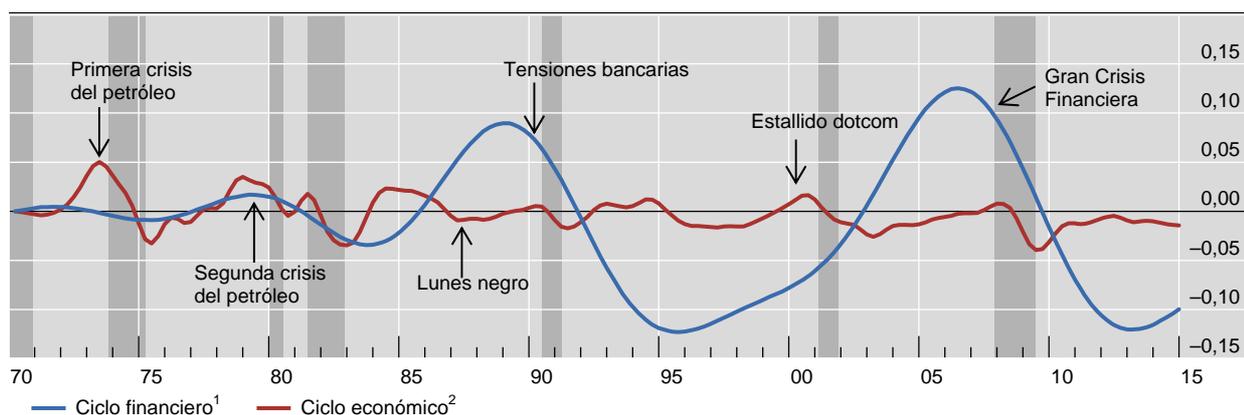
percepciones de riesgo y valor débilmente ancladas por un lado, con unas escasas limitaciones de financiación por otro. Durante un tiempo (prolongado), se dispara la valoración de los activos, se asume más riesgo y se obtiene financiación con mayor facilidad, hasta llegar a un punto en que se invierte el proceso. Por eso se dice que el sistema financiero es «procíclico». La crisis financiera lo puso de relieve una vez más, y lo hizo con gran virulencia.

El grado de prociclicidad (o elasticidad del sistema) depende de la configuración de las políticas nacionales, y la evolución de éstas lo ha aumentado. Primero, la liberalización financiera allá por los años 80 relajó las condiciones de financiación, haciéndola más fácil y barata. Desde entonces, las salvaguardias prudenciales han ido a la zaga. Segundo, la emergencia de regímenes de política monetaria centrados en el control de la inflación a corto plazo ha implicado que la política se endurecería durante las fases de auge financiero solo si aumentaba la inflación, pero también que se relajaría de manera decidida y persistente durante las fases contractivas. Tercero, la política fiscal no ha acertado a tener en cuenta el enorme efecto de realce que tienen los auges financieros sobre las cuentas fiscales, ni la limitada eficacia de las medidas indiscriminadas que se toman durante las fases contractivas. La combinación de todo ello ha imprimido un sesgo de relajación que facilita que los auges financieros crezcan más, duren más y se desplomen con mayor violencia.

Es importante destacar que el actual SMFI ha propiciado aún más esta elasticidad excesiva a través de la interacción de regímenes de políticas monetarias y financieras (Capítulo V).

La interacción de los regímenes monetarios ha diseminado el sesgo de relajación desde las principales economías hacia las demás. La transmisión es directa, ya que las principales monedas internacionales, sobre todo el dólar de Estados Unidos, se utilizan ampliamente fuera del país emisor. De este modo, las políticas monetarias de los principales países influyen en las condiciones financieras del resto. Aún más importante, se produce un efecto indirecto a través de la aversión de las autoridades a una apreciación indeseada de su tipo de cambio. En consecuencia, las tasas de interés oficiales se mantienen más bajas y, si los países deciden recurrir a la intervención en el mercado de divisas, los rendimientos se comprimen aún más cuando la ganancia obtenida se invierte en activos denominados en monedas de reserva.

La interacción de los regímenes financieros, a través de la libre circulación de capitales entre países y monedas, refuerza y canaliza estos efectos. La libre circulación de capitales aporta una fuente importante de financiación externa durante los auges nacionales, pero también expone los tipos de cambio a una «sobre-reacción», precisamente por los mismos factores que afectan a los precios de los activos nacionales, es decir, las percepciones insuficientemente ancladas de valor, la asunción de riesgos y la abundancia de financiación. Valgan como ejemplos estrategias de inversión tan populares como las de *momentum* y *carry trade*, o el bucle de realimentación entre la apreciación del tipo de cambio, el aligeramiento de la carga de la deuda en moneda extranjera y la asunción de riesgos. Más en general, la libre circulación de capitales genera rachas de asunción de riesgo de un país a otro, al margen de sus respectivas coyunturas, induciendo fuertes correlaciones entre los rendimientos a largo plazo, los precios de los activos y los flujos de financiación. De nuevo, cuanto más intensas y prolongadas sean estas rachas, más violenta será su posterior reversión. La liquidez global, entendida como la facilidad



¹ El ciclo financiero se mide con filtros de frecuencia (paso de banda) que recogen ciclos a medio plazo del crédito real, el cociente crédito/PIB y los precios inmobiliarios reales; 1970 = 0. ² El ciclo económico se mide con un filtro de frecuencia (paso de banda) que recoge las fluctuaciones del PIB real durante un periodo de 1 a 8 años; 1970 = 0.

Fuentes: M. Drehmann, C. Borio y K. Tsatsaronis (2012): «Characterising the financial cycle: don't lose sight of the medium term!», *BIS Working Papers*, nº 380, junio de 2012; cálculos del BPI.

para obtener financiación en los mercados internacionales, se mueve en oleadas irregulares pero potentes.

Los registros de datos históricos corroboran en líneas generales estas observaciones. Nuestra óptica ayuda a explicar por qué la escala y la duración de las fases expansiva y contractiva que constituyen los ciclos financieros se han ampliado desde comienzos de los años 80 (Gráfico I.4). A ello también ha contribuido la progresiva globalización de la economía real, al ir desapareciendo barreras comerciales e ir incorporándose nuevos países a la economía mundial, alentando con ello las perspectivas de crecimiento global y generando al mismo tiempo presiones desinflationistas. También ayuda a entender por qué las tasas de interés ajustadas por la inflación han tendido a caer y parecen bastante bajas comparadas con cualquier referente, y por qué han aumentado con fuerza las reservas de divisas. Además, ayuda a explicar por qué tras la crisis se ha disparado el crédito en dólares estadounidenses fuera de Estados Unidos, especialmente el crédito hacia las EME, y por qué hemos contemplado señales de acumulación de desequilibrios financieros en éstas, así como en algunas economías avanzadas menos afectadas por la crisis y muy expuestas a influencias internacionales.

Adviértase que, en este relato, los desequilibrios por cuenta corriente no figuran en primera plana. Los déficits por cuenta corriente no tienen por qué coincidir con la acumulación de desequilibrios financieros. De hecho, algunos de los desequilibrios financieros más dañinos de la historia se registraron en países con superávits, siendo los casos más espectaculares los de Estados Unidos antes de la Gran Depresión y Japón a finales de los años 80. Más recientemente, varios países con superávit han registrado, o están registrando, fuertes auges financieros, como es el caso de China, Países Bajos, Suecia y Suiza. La relación entre los desequilibrios por cuenta corriente y los desequilibrios financieros es más sutil: una reducción del superávit o un incremento del déficit por cuenta corriente tiende a reflejar la acumulación de dichos desequilibrios. Esto tiene consecuencias para las políticas a las que volveremos más adelante.

¿Por qué están las tasas de interés en niveles tan bajos?

Todo esto plantea la cuestión fundamental en torno a la cual gira el debate actual sobre política monetaria: ¿por qué son tan bajas las tasas de interés de mercado? ¿Son tasas «de equilibrio» (o «naturales»), es decir, están en el nivel en el que deberían estar? ¿Cómo se determinan las tasas de mercado y de equilibrio? Las respuestas difieren según se argumente desde la perspectiva analítica predominante o desde la que propone este Informe.

En ambos casos, la mayoría de sus proponentes coincidirían en que las tasas de interés *de mercado* vienen determinadas por la interacción de las decisiones de los bancos centrales y las de los participantes en el mercado (Capítulo II). Los bancos centrales establecen la tasa de interés oficial a corto plazo e influyen en las tasas a largo plazo señalizando cuál será su futura configuración de las tasas a corto plazo y, cada vez más, a través de compras a gran escala a lo largo de toda la estructura de vencimientos. Los agentes del mercado determinan las tasas de depósito y de préstamo y, en virtud de sus decisiones de inversión, contribuyen también a determinar las tasas de mercado a largo plazo. Sus decisiones reflejarán diversos factores, entre otros la tolerancia al riesgo, opiniones sobre la rentabilidad de inversiones, limitaciones de carácter regulador y contable y, por supuesto, expectativas sobre las decisiones de los bancos centrales (Capítulo II). A su vez, la inflación efectiva determina las tasas de interés ajustadas por la inflación *ex post* y, la inflación esperada, las tasas reales *ex ante*.

Pero, ¿son las tasas de interés observadas en el mercado realmente tasas *de equilibrio*? Empecemos por la tasa de interés a corto plazo, determinada por los bancos centrales. Cuando se dice que los bancos centrales solo pueden influir de manera transitoria en las tasas a corto plazo ajustadas por la inflación, lo que en realidad se quiere decir es que, en algún momento, salvo que los bancos centrales las ajusten a su nivel de «equilibrio» o a un nivel suficientemente cercano a este, algo «malo» ocurrirá. En qué consiste exactamente ese resultado «malo» dependerá de la opinión que se tenga sobre el funcionamiento de la economía.

Desde la perspectiva imperante, implícita en las conocidas hipótesis de la «superabundancia de ahorro» y el «estancamiento secular», la respuesta es que la inflación aumentará o disminuirá, pudiendo tornarse incluso en deflación. La inflación manda la señal principal y su comportamiento depende del grado de holgura en la economía. La correspondiente tasa de equilibrio también se conoce como tasa natural «wickseliana»: aquella a la que el crecimiento efectivo del PIB coincide con su potencial, o el ahorro con la inversión en situación de pleno empleo. En la práctica, las autoridades responsables de las políticas también consideran la holgura económica por separado, pero, en el análisis final, dado que tal holgura es muy difícil de medir, suelen revisar sus estimaciones basándose en la evolución de la inflación. Por ejemplo, si el desempleo cae por debajo del nivel que se supone de «equilibrio», pero la inflación no aumenta, podría inferirse que queda cierta holgura en la economía.

Desde la óptica propuesta en este Informe, la inflación no es necesariamente una señal fiable de que las tasas se hallan en su nivel de «equilibrio». En su lugar, la clave puede estar en la acumulación de desequilibrios financieros. Después de todo, antes de la crisis la inflación era estable y, vistas en retrospectiva, las estimaciones tradicionales de crecimiento potencial resultaron ser demasiado optimistas. Si se admite que las tasas de interés demasiado bajas fomentaron el auge financiero cuyo colapso causó la crisis, y que, según indican los datos, tanto el auge como la

posterior crisis causaron daños perdurables en el crecimiento económico, el empleo y la productividad, es difícil argumentar que las tasas se encontraban en su nivel de equilibrio. Esto también significa que las tasas de interés son bajas en la actualidad, al menos en parte porque antes eran demasiado bajas. Tasas bajas engendran tasas aún más bajas. En este sentido, las tasas bajas se «autovalidan». En vista de las señales de acumulación de desequilibrios financieros en numerosos países, existe un preocupante elemento de *déjà vu* en todo esto.

El panorama no cambia al desplazar el foco de atención desde las tasas de interés a corto plazo a las tasas de interés a largo plazo. No hay más motivos para suponer que las tasas a largo plazo estén en su nivel de equilibrio que los que hay para suponer que lo estén las tasas a corto plazo. Los bancos centrales y los participantes en el mercado avanzan a tientas, ya sea buscando empujar las tasas hacia su nivel de equilibrio o bien sacar provecho de su movimiento. Después de todo, las tasas a largo plazo no son sino la cotización de un activo más, y los precios de los activos a menudo se mueven de forma errática e insostenible, como cuando se encuentran en la raíz de la inestabilidad financiera.

Implicaciones para las políticas

¿Qué implicaciones tiene este análisis para las políticas? La primera implicación es que la política monetaria se ha sobrecargado durante demasiado tiempo, especialmente tras la crisis. La segunda, más general, es la necesidad de reequilibrar las políticas, alejándose de la gestión de la demanda agregada en favor de medidas de carácter más estructural. Políticamente esto no es sencillo, pero es la única manera de estimular el crecimiento económico y de la productividad de forma sostenible y de acabar con la «adicción» a la deuda. La combinación concreta de medidas lógicamente dependerá del país de que se trate, pero en general pasará por mejorar la flexibilidad de los mercados de trabajo y de bienes, por propiciar un entorno favorable al emprendimiento y la innovación, y por elevar la tasa de actividad o participación laboral. Esto también ayudaría a aliviar la enorme presión que se ha ejercido tras la crisis sobre la política fiscal y, de forma especial, sobre la política monetaria. La ventaja derivada de los bajos precios del petróleo imprime un impulso adicional a dichas reformas, que no debería desperdiciarse. Este análisis es también una llamada de atención a los países exportadores de materias primas que puedan verse tentados de eludir ajustes dolorosos ante una drástica caída de sus ingresos.

Más allá de esto, cabe preguntarse por la mejor manera de ajustar los marcos de política, en los ámbitos nacional e internacional, para tener en cuenta de forma más sistemática los factores financieros, así como por el curso de acción a seguir en la coyuntura actual.

El ajuste de los marcos

Como se señaló en el Informe Anual del año pasado, limitar el exceso de elasticidad financiera en las distintas economías exige ajustes de amplia base en los marcos fiscales, prudenciales y monetarios. La estrategia de partida sería embridar los auges financieros con mayor determinación y afrontar las contracciones financieras con mayor eficacia. En comparación con las políticas actuales, estas otras serían menos asimétricas durante los ciclos financieros, menos procíclicas y menos

sesgadas hacia la relajación en las sucesivas fases de auge y contracción. Analicemos ahora cada una de estas políticas por separado.

Para la política fiscal, la prioridad es garantizar que actúa de manera anticíclica y que conserva suficiente margen de maniobra durante las fases contractivas. Ante todo, esto supone garantizar la sostenibilidad a largo plazo, todo un reto en numerosas jurisdicciones (Capítulo III). Además implica ejercitar una especial prudencia durante los auges financieros para no sobrestimar la solidez subyacente de las posiciones fiscales: la actividad económica y el crecimiento sostenible parecen halagüeños, los ingresos fiscales son abultados y los pasivos contingentes necesarios para afrontar la contracción permanecen ocultos. Durante la fase contractiva, lo ideal sería que el margen fiscal sirviera para acelerar la reparación de los balances en el sector privado, tanto bancario (pero solo si los mecanismos de seguridad del sector privado no bastan) como no bancario. La gama de opciones incluye la recapitalización, la nacionalización temporal y, en el caso de entidades no bancarias, el alivio directo de la deuda. Al atajar el problema de raíz, se estarían utilizando los fondos públicos de manera más eficiente que si se optara por medidas de gasto indiscriminado o rebajas fiscales. A un nivel más fundamental, existen argumentos de peso para eliminar la bonificación fiscal —tan común en los códigos tributarios— que se concede a la deuda frente al capital.

En cuanto a la política prudencial, la prioridad pasa por reforzar su orientación sistémica o «macroprudencial», con el fin de plantar abiertamente cara a la prociclicidad. Las normas de Basilea III ya van a esa dirección con su colchón de capital anticíclico, al igual que la implementación de marcos macroprudenciales integrales en algunas jurisdicciones. Estos marcos ofrecen una serie de instrumentos diseñados para reforzar la resiliencia del sistema financiero y, a ser posible, limitar los auges financieros (Capítulo IV). Valgan como ejemplo los límites máximos a las relaciones préstamo/valor y a los cocientes de deuda sobre ingresos, los ajustes proactivos a los requerimientos de capital y provisionamiento, las restricciones a la financiación bancaria de operaciones ajenas al negocio básico y las pruebas de resistencia macroprudenciales (de todo el sistema bancario).

Al mismo tiempo, persisten dos grandes cuestiones (Capítulo VI). La primera se refiere a cómo hacer frente al riesgo que presenta el rápido crecimiento de la intermediación financiera no bancaria. Sin duda, las compañías de seguros siempre han estado reguladas, aunque no tanto desde una perspectiva sistémica, y se lleva trabajando algún tiempo en los bancos «del sistema paralelo», agentes apalancados que participan en la transformación de vencimientos. Sin embargo, otros segmentos, como la gestión de activos, tan solo han recibido atención recientemente. Este segmento preocupa no tanto por la posibilidad de quiebra de sociedades individuales, cuanto por el impacto que su comportamiento colectivo podría tener en la estabilidad financiera a través de los precios de los activos, la liquidez del mercado y las condiciones de financiación. Incluso cuando no estén apalancados, los gestores de activos pueden generar comportamientos similares al apalancamiento. La segunda cuestión pendiente se refiere a cómo hacer frente al riesgo soberano, también en el caso de bancos. Diversas disposiciones reguladoras y prácticas supervisoras favorecen la exposición a emisores soberanos, si bien algunos de estos pueden presentar considerables riesgos e históricamente han originado a menudo quiebras bancarias. Asimismo, favorecer a los emisores soberanos suele perjudicar a las pequeñas y medianas empresas, sofocando con ello la actividad productiva y el empleo. El enfoque correcto ha de ser sistémico e integral, y abordar los distintos tipos de exposiciones al riesgo. Recientemente, el

Comité de Supervisión Bancaria de Basilea ha acometido esta tarea, que es necesario proseguir sin dilación ni titubeos.

Para la política monetaria, la prioridad es incorporar de manera más simétrica las consideraciones de estabilidad financiera durante las fases de auge y contracción (Capítulo IV). Los marcos de política deberían permitir endurecer la política monetaria durante los auges financieros aun cuando la inflación a corto plazo fuese baja y estable, así como relajarla de manera menos agresiva y persistente durante las fases contractivas.

Aunque se han alegado diversas objeciones a esta postura, ninguna de ellas parece convincente. Ya se presentaron objeciones similares contra la adopción de marcos con objetivos de inflación, que muchos consideraban que era adentrarse en terreno desconocido.

Una primera objeción es que no existen indicadores fiables que alerten sobre la acumulación de desequilibrios financieros. En realidad, se ha avanzado mucho en este ámbito y los marcos macroprudenciales ya utilizan activamente estas estimaciones. Además, como se ha mencionado, los indicadores de referencia habituales de la política monetaria no son observables y se calculan con un considerable grado de incertidumbre; así sucede por ejemplo con la holgura económica, el crecimiento potencial y las tasas de interés reales de equilibrio. Incluso la estimación de las expectativas de inflación está plagada de dificultades.

La segunda objeción es que la política monetaria tiene escaso impacto sobre los auges financieros, y por ende sobre la expansión del crédito, los precios de los activos y la asunción de riesgos. Sin embargo, todos ellos son canales fundamentales a través de los cuales el estímulo monetario influye en la demanda agregada. De hecho, esta es la estrategia que los bancos centrales han seguido *explícitamente* desde la crisis para reactivar la economía. Si algo han logrado, parece que ha sido influir considerablemente en los mercados financieros y en la asunción de riesgos financieros, pero no tanto en la asunción de riesgos en la economía real y, por ende, en el crecimiento de la actividad económica.

El quid de la cuestión es cómo reconciliar dicha estrategia con los objetivos de inflación. La estrategia exige mayor tolerancia frente a desviaciones persistentes de la inflación respecto del objetivo, especialmente cuando la desinflación esté motivada por perturbaciones positivas por el lado de la oferta. ¿Están los bancos centrales preparados para aceptarlas? ¿Y son sus marcos suficientemente flexibles? La respuesta necesariamente diferirá entre los distintos bancos centrales.

Por supuesto, algunos de los marcos actuales ya conceden a los bancos centrales suficiente flexibilidad. Algunos, por ejemplo, incluyen explícitamente la opción de permitir que la inflación regrese al objetivo de largo plazo solo lentamente y con el tiempo, dependiendo de los factores que la apartaron de su senda. Esto, claro está, requiere una explicación y comunicación atentas y no exentas de cierta dificultad. Dos factores podrían en parte explicar por qué los bancos centrales pueden no haber utilizado plenamente esta flexibilidad. Uno es su percepción de las alternativas que conlleva. Por ejemplo, pueden percibir la deflación como una línea roja que, una vez se cruza, desata un proceso de realimentación desestabilizador. Otro es la posibilidad de recurrir a herramientas macroprudenciales.

Aun así, en algunos casos los marcos y los mandatos sobre los que se asientan pueden considerarse demasiado restrictivos. Si fuera así, podrían realizarse ciertos ajustes. De ser necesario incluso podrían reconsiderarse los mandatos, por ejemplo

concediendo mayor peso a las consideraciones de estabilidad financiera. Ahora bien, si se opta por esta vía, habrá que actuar con enorme cautela, ya que el proceso de revisión y el resultado final podrían ser impredecibles y dar lugar a presiones económico-políticas indeseables.

En general, la prioridad debería ser aprovechar al máximo el margen de maniobra existente y fomentar perspectivas analíticas que destaquen los costes de no incorporar consideraciones de estabilidad financiera en los marcos de política monetaria. En este sentido, es fundamental conseguir suficiente respaldo público. Los mandatos podrían entonces reconsiderarse solo en última instancia.

¿Qué ocurre con el SMFI? Un primer paso decisivo sería que cada cual pusiera orden en su propia casa siguiendo los principios aquí descritos, lo que reduciría considerablemente las repercusiones negativas para el resto. Pero es necesario ir más lejos (Capítulo V).

Esta necesidad se reconoce desde hace tiempo para la dimensión «financiera» del sistema. La necesidad de mejora ha espolcado la creciente cooperación para el desarrollo y la implementación de normas prudenciales acordadas en común, así como para la supervisión cotidiana de los bancos. Ciertamente, el camino no ha sido fácil y el entusiasmo inevitablemente decae al difuminarse el recuerdo de la crisis. Pero el viaje continúa, especialmente en las diversas iniciativas que están llevándose a cabo bajo los auspicios del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea y el Consejo de Estabilidad Financiera (véase más adelante). El avance requiere un compromiso férreo frente al riesgo omnipresente de que prevalezcan las prioridades y sesgos nacionales.

En cambio, la necesidad de ir más lejos no se ha reconocido tan ampliamente para la dimensión «monetaria» del sistema, al menos desde el desmoronamiento de Bretton Woods. A este respecto, conviene distinguir entre la gestión de crisis y su prevención. En la gestión de crisis, la cooperación ha sido duradera, principalmente a través de líneas de *swaps* de divisas; pero en la prevención de crisis, que afecta a la configuración ordinaria de la política monetaria, ha sido mucho menos consistente.

Con respecto a la gestión de crisis, los bancos centrales se han apoyado en su fructífera cooperación durante la Gran Crisis Financiera. Entre los bancos centrales de las principales áreas monetarias existen líneas de *swaps* de divisas, o podrían establecerse con rapidez si fuera necesario. Y puede que todavía haya margen para seguir reforzando estos mecanismos, aun cuando la gestión del riesgo y los asuntos de gobernanza suscitan mucha preocupación.

No obstante, los mecanismos internacionales de provisión de liquidez de emergencia no pueden —ni deben— reemplazar los esfuerzos de cooperación a la hora de prevenir crisis financieras. No pueden, porque los costes económicos y sociales de una crisis simplemente son demasiado onerosos e impredecibles; y no deben, por el riesgo moral y la tendencia a sobrecargar a los bancos centrales.

La cooperación monetaria fuera de los periodos de crisis se ha visto obstaculizada por dos factores. El primero tiene que ver con el diagnóstico y por tanto con la percepción de la necesidad de actuar. Como ya se ha explicado, la perspectiva imperante alega que los tipos de cambio variables, combinados con las políticas nacionales centradas en la inflación, pueden propiciar resultados globales satisfactorios. Por consiguiente, los debates sobre cómo promover la coordinación internacional se han centrado en atajar los desequilibrios por cuenta corriente, que no responden tan bien a las medidas de política monetaria. De hecho, los términos

«desequilibrio» y «desequilibrio por cuenta corriente» se han considerado sinónimos. El segundo factor se refiere a los mandatos y por tanto a los incentivos para actuar. Los mandatos nacionales elevan el baremo: sus actuaciones deben estar claramente dirigidas a promover los intereses del propio país. En otras palabras, ni se percibe la necesidad de actuar ni hay incentivos para hacerlo.

Ahora bien, ninguno de estos dos factores debe ser un impedimento para actuar. La perspectiva del exceso de elasticidad financiera resalta la necesidad de cooperar, dado que las repercusiones entre países sencillamente son demasiado perjudiciales. Además, se centra en los desequilibrios financieros, que son precisamente el «ángulo muerto» de los mecanismos actuales. De hecho, centrarse exclusivamente en los desequilibrios por cuenta corriente en ocasiones ha resultado contraproducente. Así, por ejemplo, ha alentado presiones sobre países con superávit por cuenta corriente para que estimulen su demanda interna, aun cuando estuvieran acumulándose desequilibrios financieros, como ocurrió en Japón en los años 80 o en China después de la crisis. En cuanto a los incentivos, los mandatos nacionales no han impedido una estrecha colaboración en el ámbito prudencial.

Siendo realistas, ¿hasta dónde puede llegar la cooperación? Como mínimo, deberíamos poder contar con el interés propio ilustrado, basado en un exhaustivo intercambio de información. Esto supondría configurar las políticas teniendo en cuenta de manera más sistemática las repercusiones entre países. Sobre las jurisdicciones grandes con monedas de uso internacional recae una especial responsabilidad. Ocasionalmente, la cooperación podría llegar incluso a la toma conjunta de decisiones, tanto sobre tasas de interés como sobre intervenciones en los mercados de divisas, más allá de lo visto durante las crisis. Lamentablemente, se requeriría un mayor sentido de la urgencia y de la responsabilidad compartida para desarrollar nuevas reglas de juego internacionales que ayudasen a inculcar mayor disciplina en las políticas nacionales.

¿Qué hacer ahora?

El margen de maniobra de la política macroeconómica se ha ido estrechando año tras año. En algunas jurisdicciones, la política monetaria está poniendo a prueba sus propios límites, hasta el punto de rozar la frontera de lo impensable. En otras, las tasas oficiales siguen reduciéndose. La política fiscal, tras su expansión poscrisis, se ha contenido, al haberse acrecentado la preocupación por la sostenibilidad, y las posiciones fiscales se están deteriorando en EME donde el crecimiento se está frenando. Así las cosas, ¿qué debemos hacer ahora, aparte de redoblar los esfuerzos de reforma para fortalecer el crecimiento de la productividad?

En el frente de la política fiscal, la prioridad primordial es asegurarse de que la deuda soberana está en una senda sostenible, de la que en muchos casos se ha desviado (Capítulo III). Se trata de una condición indispensable para conseguir una estabilidad monetaria, financiera y macroeconómica duradera, al tiempo que determina el margen de maniobra a corto plazo. Cuando las perspectivas de crecimiento a más largo plazo están en entredicho, sería del todo imprudente abogar por políticas fiscales más expansivas, un error que se ha cometido a menudo en el pasado. En los países que todavía tienen margen de maniobra fiscal y necesitan utilizarlo, el reto es cómo hacerlo de la manera más efectiva. Lo primero es, ante todo, facilitar la reparación de balances del sector privado, apoyar reformas que alienten el crecimiento de la productividad a largo plazo y poner un énfasis

mayor, pero sensato, en la inversión a expensas de las transferencias corrientes. Cuando se trata del gasto público, la calidad prima sobre la cantidad.

En el ámbito de la política monetaria, es preciso reconocer plenamente los riesgos para la estabilidad financiera, y por tanto macroeconómica, asociados a las actuales políticas. Es cierto que existe gran incertidumbre sobre el funcionamiento de la economía, pero precisamente por eso parece imprudente dejar que sean las políticas prudenciales por sí solas las que hagan frente a los riesgos para la estabilidad financiera. Como siempre, el calibrado correcto dependerá de las circunstancias del país, pero, en líneas generales, un enfoque más equilibrado pasaría por conceder más importancia que hasta ahora a los riesgos que comportaría normalizar las políticas demasiado tarde y de forma demasiado gradual. Cuando fuese necesario relajar las políticas, lo mismo se aplicaría a los riesgos de hacerlo de una manera demasiado agresiva y persistente.

A estas alturas, el proceso de normalización no estará exento de contratiempos. La asunción de riesgos en los mercados financieros ha durado demasiado y ha arraigado la creencia de que los mercados mantendrán la liquidez en situaciones de tensión (Capítulo II). Sin embargo, la probabilidad de turbulencias aumentará si las actuales condiciones extraordinarias se nos van de las manos. Cuanto más se estira el elástico, con más violencia se retrae al soltarlo. Restaurar unas condiciones más normales también será esencial para afrontar la próxima recesión, que inevitablemente se materializará en algún momento. ¿De qué sirve tener un arma cuando ya no quedan balas? Por consiguiente, la normalización de la política monetaria, sin perder de vista las condiciones concretas de cada país, debería proseguir con mano firme.

Todo esto resalta la importancia de reforzar las salvaguardias prudenciales (Capítulo VI). Las herramientas prudenciales deberían aplicarse con vigor, pero sin albergar expectativas poco realistas sobre lo que pueden lograr por sí solas. Cuando proceda, la reparación de balances debe acometerse sin rodeos, mediante el reconocimiento de pérdidas y la recapitalización. Asimismo, las iniciativas reguladoras en curso deben implementarse sin tardanza y de manera integral. En concreto, el recalibrado de los coeficientes de apalancamiento de los bancos es fundamental para proporcionar un refuerzo fiable a los requerimientos mínimos de capital ponderados por el riesgo. Igualmente será esencial introducir una norma exigente para el riesgo de tasas de interés en la cartera de inversión, ahora que las tasas nominales han permanecido excepcionalmente bajas durante tanto tiempo.

Conclusión

La economía mundial vuelve a crecer a tasas no muy alejadas de su promedio histórico. Los menores precios del petróleo deberían estimular aún más este crecimiento en el corto plazo, aun cuando temporalmente presionen aún más a la baja los niveles de precios. Pero no todo está bien. Las cargas de la deuda y los riesgos financieros aún son demasiado elevados, el crecimiento de la productividad demasiado lento y el margen de maniobra de la política macroeconómica demasiado limitado. La expansión económica mundial está desequilibrada. El síntoma más patente de este desarreglo lo constituyen unas tasas de interés que han estado en niveles extraordinariamente bajos durante un periodo excepcionalmente largo.

Pero nada hay de inevitable en todo esto. Los problemas que encaramos los ha creado el ser humano y el ingenio humano puede resolverlos. En este capítulo hemos presentado un posible diagnóstico entre los muchos que caben. En nuestra opinión, la aflicción actual refleja en gran medida la incapacidad de los marcos de política para dar respuesta al «exceso de elasticidad financiera» en la economía mundial, es decir, su propensión a generar auges y contracciones financieros enormemente dañinos. Estos dejan heridas profundas y duraderas en el tejido económico que, si no se tratan adecuadamente, impiden que la economía retorne a una senda de expansión saludable y sostenible; es decir, una que no exponga inevitablemente la economía al siguiente ciclo de perturbaciones. En el largo plazo, eso crearía el riesgo de que se enquistasen la inestabilidad y la debilidad crónica.

Se podrá estar en desacuerdo con nuestro diagnóstico, pero más difícil es disentir del principio general de precaución, que prescribe prudencia ante diagnósticos inciertos. Y esta prudencia exige aplicar un tratamiento que contemple la posibilidad de error. Desde esta perspectiva, los actuales marcos de política macroeconómica parecen mostrar excesiva asimetría. Al fin y al cabo, siguen basándose en el supuesto de que la inflación es de por sí un indicador fiable de sostenibilidad y, de no serlo, los riesgos para la estabilidad financiera podrán atajarse simplemente con políticas prudenciales. Este punto de vista resulta familiar: advertencias al margen, se remonta a la manera en que se hacían las cosas antes de la crisis.

Un enfoque más equilibrado tendría una serie de características. Procuraría afrontar los ciclos financieros de auge y contracción mediante una combinación de políticas (monetaria, fiscal y prudencial), en lugar de recurrir únicamente a la política prudencial. Reequilibraría tal combinación restando peso a las políticas de gestión de la demanda, en especial la política monetaria, para otorgárselo a las medidas estructurales. Y no presupondría que, por tener cada cual su casa en orden, también lo está todo el vecindario.

Redirigir la atención desde el corto hacia el largo plazo reviste más importancia que nunca. En las últimas décadas, parecería que la emergencia de fases de auge y contracción financieras que se despliegan con lentitud hubiese ralentizado el tiempo económico respecto al tiempo físico: los acontecimientos económicos que *realmente* importan tardan ahora mucho más en desplegarse. Mientras tanto, los horizontes temporales de decisión de autoridades y participantes en los mercados se han acortado. Los mercados financieros han comprimido los tiempos de reacción y los responsables de las políticas han ido siguiendo cada vez más de cerca los mercados financieros, en lo que se ha convertido en una relación más y más estrecha, autorreferencial incluso. En última instancia, es esta combinación de tiempo económico más lento y horizontes de decisión más cortos lo que ayuda a entender en qué punto nos encontramos, y cómo, antes de que nos demos cuenta, lo impensable puede convertirse en rutina. Algo que no debe permitirse.

