

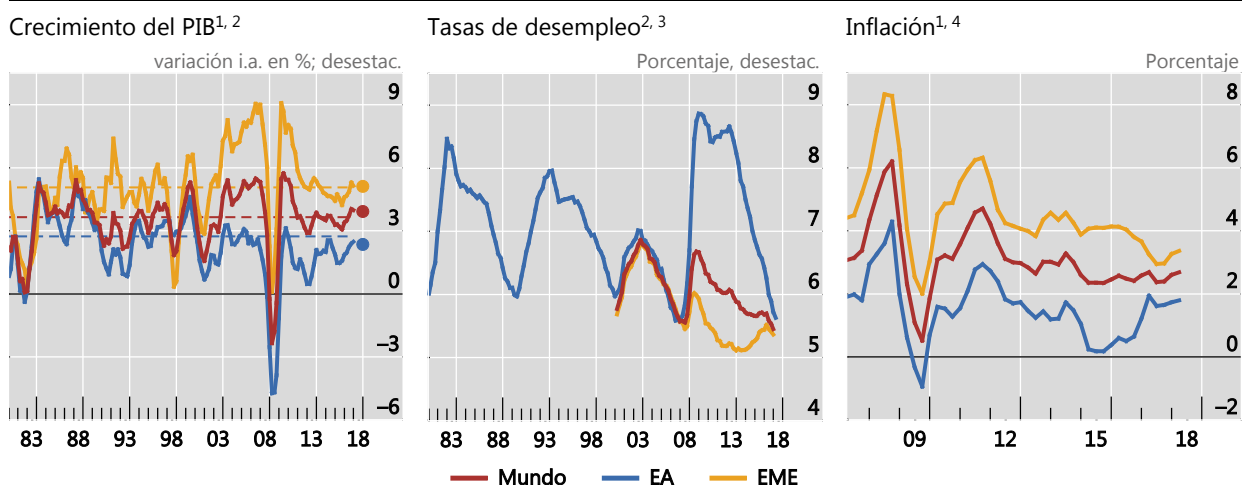
Informe Económico Anual 2018: Editorial

A partir de este año, el tradicional Informe Anual del BPI, que combinaba un análisis de la economía mundial y la presentación de las actividades del Banco, se escinde en dos publicaciones distintas. Además, la parte económica, rebautizada «Informe Económico Anual», se ha reestructurado. Sus tres primeros capítulos analizan la evolución, las perspectivas y los riesgos de la economía mundial, mientras que dos capítulos monográficos abordan sendos temas de actualidad: los marcos macroprudenciales y las criptomonedas. En este Editorial resumimos su contenido y principales mensajes.

La economía mundial: evolución, perspectivas y riesgos

Ya han transcurrido 10 años desde que el mundo se sumiera en la Gran Crisis Financiera (GCF). En aquel momento, tras una inusitada acumulación de apalancamiento por parte de hogares e instituciones financieras, el sistema financiero mundial se encontraba al borde del abismo. Gracias al esfuerzo concertado de los bancos centrales y a la orientación acomodaticia de sus políticas monetarias, se logró evitar una nueva Gran Depresión. Desde entonces, las tasas de interés históricamente bajas, incluso negativas, y los balances de los bancos centrales insólitamente abultados han prestado un importante apoyo a la economía mundial y han contribuido a la convergencia gradual de la inflación hacia sus objetivos. Aun así, los bancos centrales se vieron obligados a cargar casi en solitario con el peso de la recuperación, sin que les dieran el relevo otras políticas, en particular políticas estructurales del lado de la oferta. La actuación de los bancos centrales ayudó a sentar las bases para la reanudación del crecimiento económico del que ahora somos testigos. Sin embargo, también es uno de los factores que explican el legado de balances desmesurados en el sector público y privado y de mayor endeudamiento que marca el camino que tenemos por delante. Ahora que la economía mundial ha alcanzado o incluso superado su potencial, es el momento de aprovechar las condiciones favorables para articular un conjunto de políticas económicas más equilibrado que fomente un crecimiento sostenible. No obstante, el camino que tenemos ante nosotros es estrecho.

Durante el ejercicio analizado se apreciaron claramente los frutos que las políticas aplicadas con anterioridad han dado para la economía mundial (Gráfico E.1 y Capítulo I). La expansión económica se reforzó y se amplió. Las tasas mundiales de crecimiento económico se acercaron mucho a los promedios de largo plazo previos a la crisis y la economía creció de forma muy sincronizada en los distintos países (Gráfico E.1, panel izquierdo). El desempleo continuó reduciéndose, hasta llegar a marcar mínimos de las últimas décadas en varias economías, incluidas algunas de las mayores (panel central). En general, la inflación se aproximó a los objetivos de los bancos centrales, aunque las tasas subyacentes permanecieron más contenidas. De hecho, el ejercicio puso el broche a la mejora continuada de la economía mundial que se viene observando desde hace tiempo. Hace dos años ya sostuvimos en nuestro *Informe Anual* que la coyuntura era considerablemente mejor de lo que indicaba el pesimismo reinante. En la edición del año pasado hicimos hincapié en que el debate sobre el estancamiento secular había dado paso a un renovado optimismo y al resurgir de los «espíritus animales».



En el panel izquierdo, los puntos indican previsiones de Consensus Economics para 2018; las líneas discontinuas indican promedios de 1982–2007.

¹ Medias ponderadas por el PIB y los tipos de cambio PPA. ² Para la zona del euro, media ponderada de los distintos países antes de 1995. ³ Medias ponderadas basadas en los niveles de mano de obra; las definiciones pueden variar entre países. ⁴ Precios de consumo.

Fuentes: FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales y Perspectivas de la Economía Mundial*; OCDE, *Main Economic Indicators*; CEIC; Consensus Economics; Datastream; *Global Financial Data*; datos nacionales; cálculos del BPI.

Para los próximos dos años, las previsiones de consenso auguran una continuación de la tendencia, marcando así una de las expansiones económicas más prolongadas del periodo posterior a la II Guerra Mundial (Gráfico E.1 y Capítulo 1). Pese al ligero bache del primer trimestre de 2018 y cierto nerviosismo en las economías de mercado emergentes (EME) (véase más adelante), el escenario central de los pronósticos continúa incluyendo un crecimiento mundial por encima de su potencial y un nuevo descenso del desempleo, con las economías poniendo a prueba los límites de la capacidad productiva. Se espera un fortalecimiento de la inversión que con el tiempo acabará impulsando la productividad. Además, la expansión fiscal debería ser un estímulo adicional a corto plazo: dejando a un lado las medidas en Estados Unidos, la OCDE prevé que aproximadamente tres cuartos de sus miembros relajarán su política fiscal este año y el próximo. Al mismo tiempo, se espera un ligero repunte de la inflación.

El escenario actual resulta inusual si se toma como referencia el periodo posterior a la II Guerra Mundial (Capítulo I). No es habitual prever un crecimiento tan fuerte en una fase tan tardía de la expansión, cuando comienzan a hacerse notar los límites de la capacidad productiva, sin que se observen indicios claros de un riesgo de inflación. Las causas de esta coyuntura se han debatido profusamente. La holgura económica podría ser mayor de lo que aparenta por distintos motivos: la crisis puede haber dejado un legado de trabajadores desanimados, dispuestos sin embargo a volver al mercado laboral cuando las condiciones mejoren; la recuperación de la inversión puede estar borrando algunas de las cicatrices de la crisis, con el consiguiente incremento del potencial productivo; y también pueden haber influido factores demográficos a largo plazo y la reforma de las pensiones, como indica el incremento generalizado de las tasas de actividad en los segmentos de mayor edad de la población, con la notable excepción de Estados Unidos. Además, como resaltamos en anteriores Informes Anuales, no debe subestimarse la persistente influencia de la globalización y los avances tecnológicos sobre la inflación, en particular sus efectos

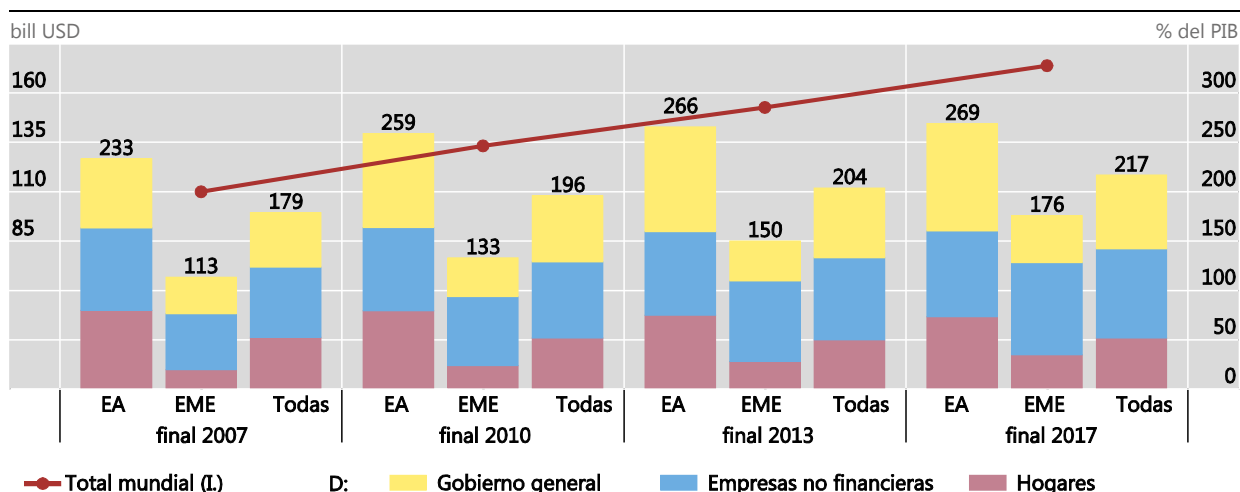
sobre la capacidad de trabajadores y empresas para influir sobre los salarios y los precios.

En el ejercicio analizado han vuelto a tener un gran protagonismo las favorables condiciones financieras, en parte porque la recuperación poscrisis depende mucho de la política monetaria (Capítulos I y II). Las condiciones financieras mundiales han continuado siendo muy laxas, al menos hasta fechas recientes. De hecho, incluso continuaron relajándose a pesar de que la política monetaria estadounidense avanzó por su senda de normalización, muy gradual y perfectamente anticipada. Si bien los rendimientos del Tesoro estadounidense a largo plazo subieron, las primas por plazo siguieron en niveles históricamente bajos y las valoraciones de las acciones continuaron siendo muy altas, salvo en relación con las bajas tasas de interés vigentes. Un factor importante es que los diferenciales de crédito han estado inusualmente comprimidos, situándose con frecuencia en sus niveles previos a la crisis o incluso por debajo de ellos, y los correspondientes mercados parecen haber perdido cada vez más liquidez. A esto se añade que, durante la mayor parte del ejercicio, el dólar estadounidense se depreció, propiciando unas condiciones financieras más favorables especialmente en las EME, que tras la crisis se habían endeudado considerablemente en esa moneda y durante el pasado año registraron fuertes entradas de inversión de cartera. Pero estas boyantes condiciones en las EME han cambiado recientemente, como se explica más adelante.

En el presente *Informe Económico Anual*, profundizamos también en los riesgos de cara al futuro (Capítulo I). Nuestra conclusión es que los riesgos a medio plazo son sustanciales, aunque existen diferencias entre países. En algunos aspectos, los riesgos reflejan la desequilibrada recuperación poscrisis y su excesiva dependencia de la política monetaria. En los países con vulnerabilidades financieras, estas han ido acumulándose, como es habitual de forma gradual y persistente. En términos más generales, los mercados financieros parecen sobrevalorados, como ya se ha indicado, y se ha producido un continuo aumento del volumen mundial de deuda, privada y pública, en relación con el PIB (Gráfico E.2). Esto ha prolongado una tendencia que se remonta a mucho antes de la crisis y que ha coincidido con un descenso prolongado de las tasas de interés (Capítulo II).

Continuo aumento de la deuda mundial¹

Gráfico E.2



¹ Medias ponderadas por el PIB y los tipos de cambio PPA. La muestra incluye todas las economías declarantes excepto Irlanda, por las profundas fluctuaciones de datos a raíz de la reestructuración de grandes empresas multinacionales.

Fuentes: FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*; estadísticas del BPI sobre crédito total; cálculos del BPI.

En algunos países que salieron bastante indemnes de la GCF, se observan desde hace tiempo indicios de acumulación de desequilibrios financieros. El motivo es que, a diferencia de los países del epicentro de la crisis, en estos otros el sector privado no ha reducido su nivel de apalancamiento, de manera que la expansión financiera ha continuado. Los signos de desequilibrios se han materializado en fuertes incrementos del crédito al sector privado, a menudo unidos a subidas similares de los precios inmobiliarios —señal inequívoca de la fase de expansión de los ciclos financieros nacionales, cualitativamente parecida a las observadas antes de la crisis en las economías que posteriormente tuvieron problemas—. Afortunadamente, se ha hecho mucho para incrementar la resiliencia del sistema financiero. Las reformas financieras poscrisis, entre las que destacan Basilea III y la implantación de marcos macroprudenciales, han reforzado notablemente el sistema bancario (Capítulos III y IV). En China, la mayor economía en la que se observan signos de desequilibrios, las autoridades han tomado medidas para reequilibrar la expansión y frenar algunos de los excesos financieros más preocupantes.

Con este trasfondo, diversas circunstancias podrían llevar a que los riesgos se materialicen, amenazando así la expansión económica a medio plazo (Capítulo I). En todos los casos, los factores financieros parecen destinados a tener un papel destacado, ya sea como detonante o como mecanismo amplificador. De hecho, el papel de las fuerzas financieras en las fluctuaciones económicas ha crecido considerablemente desde principios de la década de 1980, cuando se generalizó la liberalización financiera. Además, en el periodo posterior a la crisis, el peso de los intermediarios no bancarios, como las gestoras de activos y los inversores institucionales, ha aumentado sustancialmente, lo que probablemente influya en la dinámica de cualquier episodio futuro de tensiones financieras, tanto de formas conocidas como inesperadas (Capítulo III).

Un posible detonante de una desaceleración o recesión económica podría ser una escalada de las medidas proteccionistas. Sus efectos podrían ser muy significativos si se percibiera que dicha escalada pondría en peligro el sistema comercial multilateral abierto. De hecho, se observan indicios de que la mayor incertidumbre asociada al endurecimiento dialéctico y a las primeras medidas proteccionistas ya ha frenado la inversión. Además, si continúa la reciente marcha atrás de la depreciación del dólar estadounidense, se complicarían las negociaciones comerciales.

Un segundo detonante podría ser la descompresión repentina («*snapback*») de los rendimientos de los bonos, históricamente bajos, en los principales mercados soberanos, especialmente Estados Unidos. Esto podría ocurrir en respuesta a una evolución imprevista de la inflación y a la percepción de que los bancos centrales tendrán que endurecer su política monetaria más de lo previsto. En Estados Unidos, este riesgo podría verse agravado por la previsible fuerte emisión de deuda pública, unida a la retirada progresiva de las compras de bonos por parte del banco central. Es importante señalar que la sorpresa no tiene por qué ser sustancial, como puso de relieve el episodio de inestabilidad que afectó a los mercados financieros en febrero al conocerse un dato de crecimiento salarial en Estados Unidos ligeramente mejor de lo previsto. Además, el impacto podría contagiarse al resto del mundo, dado el peso de la economía estadounidense y el dominio del dólar en los mercados financieros internacionales.

Un tercer detonante podría ser una corrección más general del apetito por el riesgo. Esta evolución podría obedecer a factores muy distintos, como beneficios decepcionantes, el lastre de la fase contractiva de los ciclos financieros allí donde han

cambiado de signo, un deterioro de la confianza en las EME o acontecimientos políticos inesperados que pongan en peligro la estabilidad en algunas grandes economías. Desde esta perspectiva, preocupan los últimos acontecimientos en la zona del euro, como refleja la ampliación de la prima de riesgo de la deuda italiana y española. A diferencia del escenario de corrección brusca, este tercer detonante daría paso a una nueva compresión de las primas por plazo en los principales mercados de deuda soberana que se beneficiarían de la búsqueda de seguridad.

De hecho, en abril se observaron indicios de tensión en las EME más vulnerables, empezando por Argentina y Turquía, cuando el dólar estadounidense empezó a apreciarse y las condiciones financieras en los mercados internacionales comenzaron a endurecerse. En el momento de la redacción de nuestro *Informe*, aún es pronto para saber si esas tensiones seguirán contenidas o se propagarán. La mayoría de las EME están ahora mejor preparadas para afrontar las tensiones financieras de lo que lo estaban a mediados de la década de 1990. Han tomado medidas para reforzar sus defensas acumulando reservas, aplicando medidas macroprudenciales más sistemáticas (Capítulo IV), mejorando sus posiciones por cuenta corriente y adoptando regímenes de tipo de cambio más flexibles. Esto debería otorgarles más margen de maniobra en caso de que las condiciones financieras mundiales sigan endureciéndose.

Pese a todo, persisten algunos peligros. El cambio en los patrones de intermediación financiera, con un aumento de la financiación a través del mercado de renta fija, ha reducido el riesgo de refinanciación, pero al mismo tiempo ha introducido mayor riesgo de duración. Los inversores de cartera con una tolerancia limitada a las pérdidas pueden amplificar las fluctuaciones de precios si intentan reducir sus exposiciones de forma simultánea. En términos más generales, las entidades no bancarias han sido las mayores prestatarias; si se vieran en apuros financieros, podrían reducir sus operaciones y recortar puestos de trabajo. Una desaceleración de la economía real puede ser el principal riesgo a vigilar si las EME continúan experimentando un endurecimiento de las condiciones financieras.

A más largo plazo, si la economía mundial logra superar todos estos escollos, la expansión podría continuar. Pero entonces, casi inevitablemente, las favorables condiciones financieras propiciarían un nuevo incremento de los desequilibrios financieros y, sobre todo, del cociente de deuda agregada sobre el PIB. Eso prolongaría la complacencia de los mercados financieros, la escasa volatilidad y la excesiva toma de riesgo. La limitada disciplina de mercado deterioraría aún más la asignación de recursos, por ejemplo permitiendo la supervivencia de empresas no rentables a la larga y debilitando los incentivos para que los gobiernos garanticen el espacio fiscal. Por todo ello, el ajuste posterior sería más doloroso. Especialmente preocupante sería el nuevo aumento del endeudamiento mundial (Capítulo I). No solo haría más difícil subir las tasas de interés hasta niveles más normales sin poner en peligro la expansión, por el correspondiente aumento de la carga del servicio de la deuda —una especie de «trampa de la deuda»—, sino que también reduciría el margen de maniobra para responder a cualquier desaceleración económica, que tarde o temprano se producirá.

¿Qué pueden hacer las autoridades económicas para que la actual expansión sea más sostenible y equilibrada? Esta pregunta es especialmente acuciante, puesto que el margen de maniobra se ha estrechado considerablemente en comparación con el periodo previo a la crisis (Gráfico E.3). La deuda del sector público en porcentaje del PIB ha vuelto a aumentar, lo que restringe el margen de la política fiscal (panel izquierdo). Al mismo tiempo, las tasas de interés son considerablemente más bajas,

lo que reduce la capacidad de actuación de la política monetaria —un fenómeno que en las economías avanzadas (EA) se ve agravado por los balances mucho más abultados de los bancos centrales (panel central)—. Ampliar estos márgenes es prioritario.

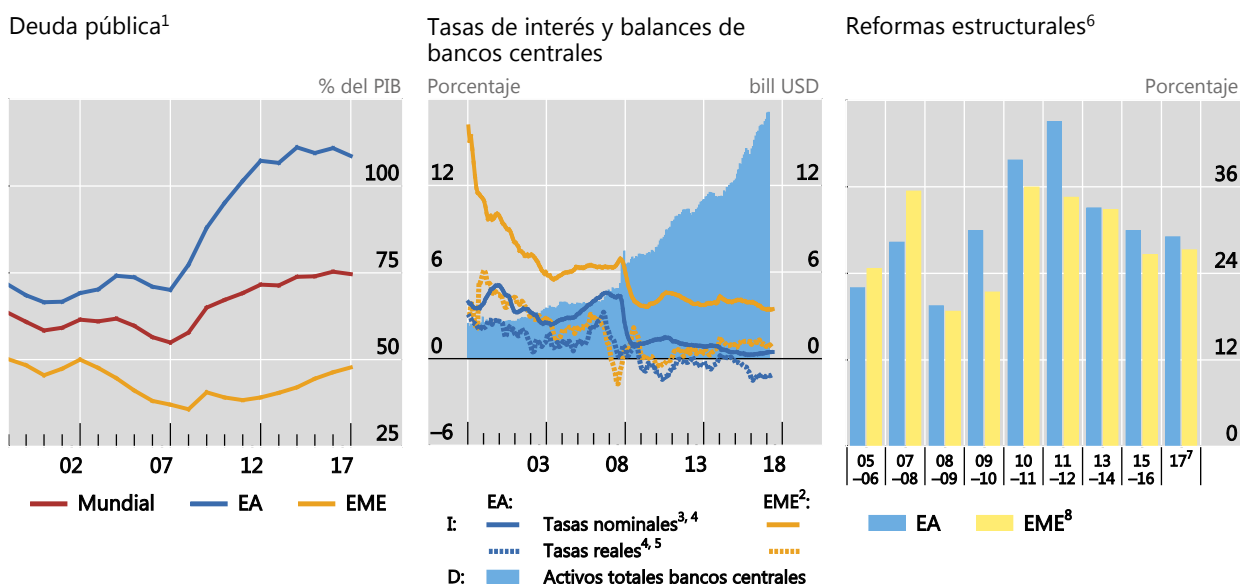
Existen varias líneas de actuación posibles que, combinadas, se complementarían (Capítulo I). Todas ellas tienen en común que se centran claramente en horizontes más largos, ya que tanto las expansiones monetarias como las fiscales se basan en gran medida en adelantar demanda futura. Cuando el futuro deviene presente, inevitablemente hay que pagar un precio por ello. Por eso es aún más importante aprovechar las actuales condiciones extraordinariamente favorables para restablecer el equilibrio. Estos ajustes de política serían coherentes con la articulación de un marco más amplio de estabilidad macrofinanciera, en el que las distintas políticas trabajarían al unísono para lograr la estabilidad macroeconómica y financiera, elevando al mismo tiempo el crecimiento sostenible a largo plazo (Capítulo IV).

La primera de esas líneas de actuación consiste en redoblar los esfuerzos para poner en práctica políticas estructurales, pues es la única manera de impulsar el crecimiento sostenible sin generar presiones inflacionistas. Esto resulta esencial, puesto que las economías ya han alcanzado, o incluso superado, las estimaciones estándar de pleno empleo y producto potencial, pese a que el crecimiento poscrisis ha sido en general bastante decepcionante, lo que apunta a limitaciones de oferta. En particular, las políticas estructurales pueden aliviar los dilemas a los que se enfrenta actualmente la política monetaria y que están reduciendo su margen de maniobra. El principal objetivo de las reformas es flexibilizar los mercados de productos y de trabajo para que puedan asignar los recursos de forma más eficiente y asimilar más fácilmente las innovaciones tecnológicas. Otro elemento importante es la necesidad de proteger el orden comercial multilateral abierto que tanto bien ha hecho a la economía mundial durante las últimas décadas. Por desgracia, el historial de reformas estructurales poscrisis ha dejado mucho que desear; de hecho, el ritmo de reforma se ha frenado desde 2011 (Gráfico E.3, panel derecho). Además, el reciente discurso proteccionista y las medidas tomadas en esa dirección no auguran nada bueno.

La segunda línea de actuación consiste en seguir reforzando la resiliencia del sistema financiero (Capítulos III y IV). Para ello es preciso completar y aplicar de forma uniforme las reformas de la regulación financiera aprobadas tras la crisis. Lo ideal sería acompañar esta labor, cuando proceda, de medidas encaminadas a eliminar trabas estructurales a los esfuerzos de los bancos por alcanzar una rentabilidad sostenible, que es vital para absorber pérdidas de forma segura y rápida en caso de producirse. Entre otras, estas medidas pueden incluir la eliminación de obstáculos a la necesaria consolidación y reducción del gasto. La rentabilidad sostenible reviste especial importancia en la actual coyuntura: los bancos han tenido que afrontar el doble reto de unas tasas de interés persistente e inusualmente bajas que reducen sus márgenes de intermediación y una creciente competencia por parte de nuevos actores tecnológicos —grandes empresas tecnológicas (*big tech*) y entidades de tecnofinanzas (*fintech*)—. Para reforzar la resiliencia también se requiere la implantación activa de medidas macroprudenciales en aquellas economías que han acumulado desequilibrios financieros y la mejora de los marcos macroprudenciales en general. En ambos casos, se ha de prestar especial atención al sector no bancario, en particular las gestoras de activos y los inversores institucionales, con el fin de completar la labor inacabada en este ámbito.

Reducción del margen de maniobra de las políticas económicas y desaceleración de las reformas estructurales

Gráfico E.3



¹ Deuda básica del Gobierno general (si no se dispone del dato, del Gobierno central) a su valor de mercado (si no se dispone del dato, valor nominal). Medias ponderadas por el PIB y los tipos de cambio PPA. Calculada de forma retroactiva utilizando la deuda del Gobierno central (% del PIB) o los títulos de deuda pública totales (% del PIB), en función de la disponibilidad de datos. ² Se han omitido de la muestra algunos valores atípicos en los que la tasa de interés nominal superaba el 60%. ³ Tasa oficial o equivalente más próximo. ⁴ Medias mensuales simples de las economías. ⁵ Tasa de interés nominal menos inflación de los precios de consumo. ⁶ Indicador de capacidad de respuesta de las reformas (RRI) de la OCDE, calculado con un sistema de puntuación en el que las recomendaciones de política en el contexto del informe *Going for Growth* toman un valor de 1 si se adoptan medidas significativas y de 0 en caso contrario. Medias simples de las economías. El tamaño de las muestras de grupos de países varía a lo largo del tiempo. ⁷ Suma de los RRI correspondientes a las reformas que se han implantado plenamente y están en proceso de implantación. ⁸ Excepto HK, MY, PE, PH, SA, SG, TH y TW.

Fuentes: FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales y Perspectivas de la Economía Mundial*; OCDE, *Going for Growth*; Datastream; Global Financial Data; Oxford Economics; datos nacionales; estadísticas del BPI sobre tasas de interés oficiales y sobre crédito total; cálculos del BPI.

La tercera línea de actuación pasa por garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas y evitar expansiones fiscales procíclicas. Esta cuestión es de vital importancia. La deuda pública ha alcanzado nuevos máximos en tiempo de paz tanto en las economías avanzadas como en las emergentes. Como demuestra la historia, el espacio fiscal suele sobreestimarse en países donde se han acumulado desequilibrios financieros. Respetando las circunstancias particulares de cada país, la consolidación fiscal es una prioridad.

La última línea de actuación está relacionada con la política monetaria. Su normalización es esencial para la reconstrucción del espacio de las políticas. Puede crear margen para la política anticíclica, ayudar a mitigar el riesgo de que surjan vulnerabilidades financieras y contribuir a reducir la acumulación de deuda. Ahora bien, como analizamos con detalle en el Capítulo II, teniendo en cuenta el punto de partida sin precedentes, las incertidumbres existentes y los niveles de inflación persistentemente bajos en numerosas jurisdicciones, el camino por delante es bastante estrecho y está flanqueado de obstáculos. Para recorrerlo es necesario lograr y mantener un delicado equilibrio entre consideraciones antagónicas, como son alcanzar los objetivos de inflación en el corto plazo y eludir el riesgo de alentar una mayor acumulación de vulnerabilidades financieras en el largo plazo.

Aunque el enfoque adecuado dependerá naturalmente de las condiciones de cada país, podemos lanzar dos observaciones generales. Una es que para recorrer

este angosto camino se necesitará flexibilidad en la búsqueda de los objetivos de inflación. Esto es especialmente cierto cuando la distancia entre los índices de precios y los objetivos de inflación es moderada, teniendo en cuenta las favorables presiones desinflacionistas estructurales actuales. La otra es que los responsables de las políticas deberán actuar con templanza, evitando reaccionar de forma desproporcionada ante episodios transitorios de volatilidad. Después de todo, teniendo en cuenta las condiciones de partida, no va a ser un camino de rosas. Sin duda se producirán altibajos en los mercados financieros, pero, en sí misma, una mayor volatilidad no tiene por qué constituir un problema siempre que se mantenga contenida; de hecho, puede ser incluso saludable siempre que ayude a inhibir una toma de riesgos desbocada.

Capítulos especiales

Marcos macroprudenciales

La implantación de marcos macroprudenciales es uno de los elementos principales y más positivos de las reformas financieras poscrisis. Su razón de ser ha sido el reconocimiento de que el planteamiento de la regulación y la supervisión previo a la crisis era insuficiente, puesto que se centraba principalmente en la evaluación de los riesgos de las instituciones a escala individual. Ese tipo de enfoque (microprudencial) puede no detectar o no abordar vulnerabilidades en el conjunto del sistema, que son el principal origen de crisis sistémicas con un elevado coste macroeconómico. Una de las principales causas de ese tipo de crisis es la prociclicidad del sistema financiero, es decir, su tendencia a amplificar las expansiones y contracciones financieras, que a su vez pueden exacerbar las fluctuaciones económicas. El ciclo financiero es un reflejo de esas fuerzas.

La activación de medidas macroprudenciales reviste especial importancia en la coyuntura actual. Puede contribuir a contener las vulnerabilidades financieras que deja tras de sí la desequilibrada recuperación poscrisis y a mitigar la acumulación de nuevos riesgos. Además, al mismo tiempo puede apoyar a la política monetaria en su proceso de normalización, incrementando el margen de maniobra de las autoridades económicas. Las favorables condiciones económicas actuales proporcionan una ventana de oportunidad para la aplicación activa de medidas que no debe desaprovecharse.

Con este trasfondo, el Capítulo IV hace inventario de la experiencia de los marcos macroprudenciales hasta la fecha y explora el camino por delante. Este repaso permite extraer varias conclusiones. La primera, que aunque la implantación presenta considerables dificultades, las autoridades han realizado avances sustanciales. Entre los retos cabe citar la identificación de la acumulación de riesgos sistémicos a tiempo para tomar medidas correctivas, la elección de los instrumentos apropiados, las limitaciones que la economía política impone a su aplicación y el establecimiento de mecanismos de gobernanza eficaces. La segunda, que las herramientas a disposición de las autoridades se han centrado sobre todo en los bancos y ahora es preciso extenderlas a otras instituciones financieras, especialmente al sector de la gestión de activos. La tercera, que las medidas macroprudenciales han conseguido reforzar la resiliencia del sistema financiero, pero, en la forma en que se han aplicado hasta el momento, su contención de los auges financieros no siempre ha logrado impedir que aparezcan síntomas familiares de desequilibrios financieros. La cuarta, que todo esto

permite inferir que las medidas macroprudenciales son especialmente eficaces cuando se integran en un marco de estabilidad macrofinanciera más amplio, que incluya también políticas estructurales, fiscales y monetarias. Por último, que hay margen para continuar reforzando la cooperación internacional en este ámbito.

Criptomonedas

Las criptomonedas prometen reemplazar la confianza en instituciones tradicionales, como los bancos centrales y comerciales, por una confianza en un nuevo sistema plenamente descentralizado basado en la cadena de bloques y la tecnología de registro distribuido (DLT). El carácter transformador de esta promesa hace que las criptomonedas figuren entre los temas que más preocupan a los bancos centrales.

El Capítulo V analiza si las criptomonedas están en condiciones de cumplir sus promesas como forma de dinero y concluye que, más allá del fenómeno de moda, no lo están. Mucho se ha dicho ya sobre la escasa practicidad de las criptomonedas como medio de pago, el riesgo de fraude y su enorme coste medioambiental. Como afirmó recientemente el Director General del BPI¹, las criptomonedas se han convertido en una «mezcla de burbuja, esquema Ponzi y desastre medioambiental».

El capítulo hace hincapié en el resto de las limitaciones económicas de las criptomonedas, relacionadas con su escasa capacidad para hacer honor a la principal característica del dinero como mecanismo de coordinación y para cumplir su cuestionable promesa de confianza. Las criptomonedas no pueden adaptarse a la demanda de transacciones, son proclives a la congestión y su valor experimenta fluctuaciones muy acusadas. Además, la confianza que generan puede evaporarse en cualquier momento, como consecuencia de la fragilidad de los mecanismos de consenso descentralizados que se utilizan para registrar y validar las transacciones. Esto no solo pone en duda la firmeza de cada uno de los pagos, sino que también significa que una criptomoneda puede sencillamente dejar de funcionar, con la consiguiente pérdida integral de su valor.

Pese a su sofisticación, la tecnología descentralizada de las criptomonedas no puede reemplazar el sólido respaldo institucional del dinero a través de bancos centrales independientes y obligados a rendir cuentas. Sin embargo, la tecnología DLT sí resulta prometedora para otras aplicaciones, especialmente para simplificar los procesos administrativos en la liquidación de transacciones financieras. Sin embargo, esta utilidad aún está por demostrar.

Las políticas económicas han de dar respuesta al fenómeno de las criptomonedas. Se hace preciso un enfoque coordinado a escala mundial para evitar usos indebidos y limitar estrictamente las interconexiones con las instituciones financieras reguladas. Además, la posibilidad de que los propios bancos centrales emitan monedas digitales pone sobre la mesa cuestiones muy delicadas.

Nota

¹ Véase A. Carstens, «[Money in the digital age: what role for central banks?](#)», discurso en House of Finance, Goethe University, Fráncfort, 6 de febrero de 2018.