



Dejar atrás la sombra de la crisis: tres transiciones para la economía mundial

Discurso pronunciado por Jaime Caruana

Director General, Banco de Pagos Internacionales

con motivo de la Asamblea General Anual del Banco
celebrada en Basilea el 29 de junio de 2014

Buenos días, señoras y señores:

El Informe Anual de este año presenta nuestro punto de vista sobre los retos actuales y analiza las políticas que podrían ayudarnos a dejar atrás la larga sombra de la crisis. Abogamos por una perspectiva de largo plazo para ayudarnos a entender tanto la acumulación de desequilibrios financieros anterior a la crisis, como sus consecuencias duraderas.

En mi intervención de hoy, me centraré en mis observaciones personales sobre el Informe Anual. Después, Claudio Borio, Jefe del Departamento Monetario y Económico (MED), y Hyun Song Shin, Asesor Económico y Jefe de Estudios, analizarán con más detalle algunos de sus aspectos.

Después de siete años, la gran crisis financiera sigue proyectando una larga sombra sobre la economía mundial. La buena noticia es que la economía mundial está curando sus heridas y el crecimiento mundial ha repuntado este último año. Las reformas han arraigado, si bien de forma desigual. La recuperación en las economías avanzadas ha ganado terreno. La zona del euro finalmente ha dejado atrás la recesión, mientras que la desaceleración en las economías de mercado emergentes (EME) parece que ha perdido fuerza. Las previsiones de consenso apuntan a que el crecimiento mundial volverá gradualmente a los niveles previos a la crisis (Gráfico 1).

La noticia no tan buena es que los retos siguen siendo significativos y están apareciendo nuevos riesgos. Con relación a los patrones históricos, la expansión ha sido decepcionante, lo cual no es de sorprender. Consumidores, empresas y bancos en economías azotadas por la crisis se encuentran todavía reparando sus balances y lidiando con el sobreendeudamiento. El desapalancamiento del sector privado está muy avanzado en Estados Unidos, pero en otros países, incluida gran parte de la zona del euro, dista mucho de haber concluido. Durante la fase de expansión, se produjo una asignación ineficiente de los recursos a gran escala, y llevará tiempo reasignarlos a usos más productivos. Mientras, algunas EME han entrado en la fase final de sus respectivos periodos de auge financiero, que si bien han contribuido a sacar a la economía mundial de la Gran Recesión, plantean ahora a las EME una serie de

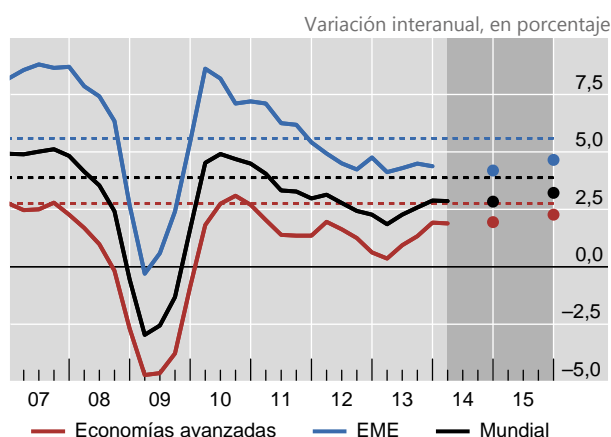
riesgos económicos. Unos riesgos que no pueden resolverse del todo con el margen de maniobra adicional de la política económica que han ganado las EME en los últimos años.

Aun así, el repunte de la economía mundial nos brinda la posibilidad de alejarnos de la sombra de la crisis. Para aprovechar al máximo esta oportunidad, la economía mundial deberá acometer tres transiciones: la primera, hacia patrones de crecimiento menos basados en el endeudamiento y, por tanto, más sostenibles; la segunda, hacia una política monetaria más normal, y la tercera, hacia un sistema financiero más fiable. Analizaré ahora estas tres transiciones.

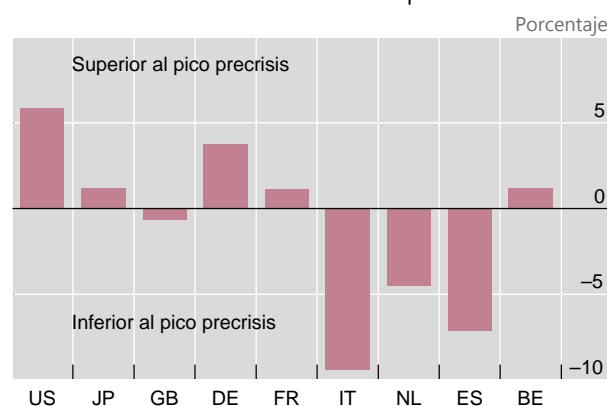
El crecimiento mundial se mantiene bajo la sombra de la crisis

Gráfico 1

Crecimiento del PIB real¹



Producto con relación a los máximos precrisis²



BE = Bélgica; DE = Alemania; ES = España; FR = Francia; GB = Reino Unido; IT = Italia; JP = Japón; NL = Países Bajos; US = Estados Unidos.

¹ PIB real histórico y previsto; las previsiones se indican con puntos; las líneas discontinuas muestran el crecimiento anual medio en 1996–2006. Se incluyen 10 importantes economías avanzadas y 28 importantes economías de mercado emergentes; medias ponderadas basadas en el PIB y los tipos de cambio PPA de 2005. ² El pico previo a la crisis se calculó durante el periodo 1996–2008.

Fuentes: OCDE, *Economic Outlook*; Consensus Economics; Datastream; datos nacionales; cálculos del BPI.

Primera transición: hacia un modelo menos basado en el endeudamiento

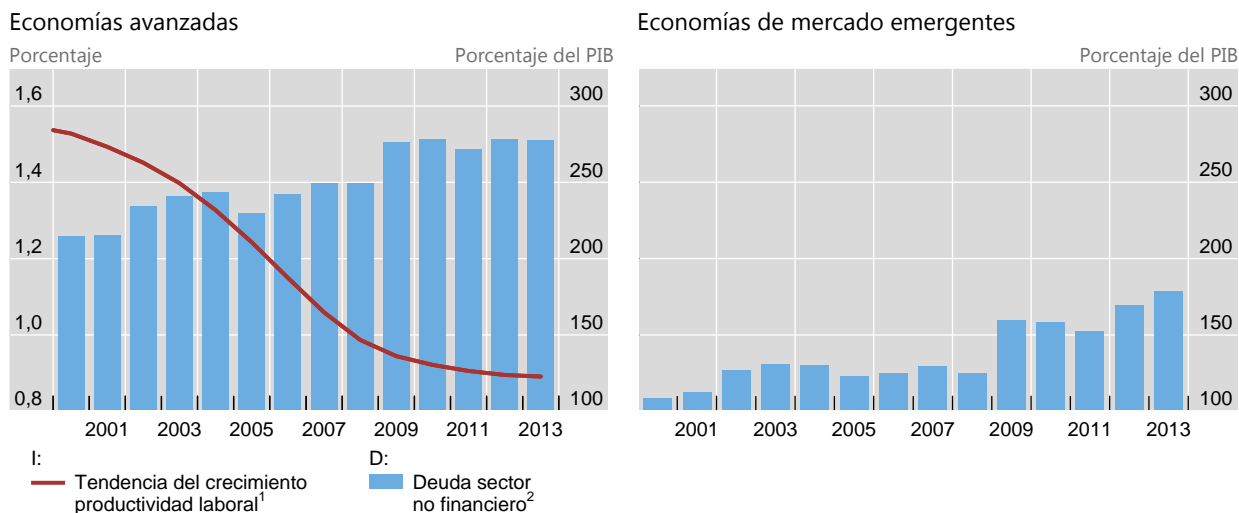
En las últimas décadas, el crecimiento se ha basado en gran medida en la deuda. Los auges financieros han propiciado desde 2007 una asignación de recursos muy ineficiente en muchas economías. También han ocultado una erosión del crecimiento potencial y, en las economías avanzadas, la continuación de la tendencia descendente del crecimiento de la productividad, que se inició hace décadas.

En las economías del G-20, la proporción de deuda total del sector no financiero sobre el PIB se ha incrementado en más de una quinta parte. Este es el legado del enorme estímulo fiscal proporcionado durante la Gran Recesión en las economías avanzadas y de la fuerte emisión de nueva deuda por empresas de EME. Desde entonces, en las economías avanzadas se ha avanzado hacia la reducción del déficit fiscal. Como contrapartida, sin embargo, los niveles agregados de deuda siguen creciendo. En general, los cocientes de deuda sobre PIB se sitúan actualmente en torno al 275% en las economías avanzadas, y en el 175% en las EME.

Sin lugar a dudas, este aumento repentino de la deuda ha contribuido a respaldar la demanda actual. Lo que no está tan claro es si generará mayores ingresos en los años venideros y, por tanto, si garantizará la sostenibilidad.

Un modelo de crecimiento insostenible

Gráfico 2



Se incluyen 10 importantes economías avanzadas y 14 importantes economías de mercado emergentes.

¹ Se aplica un filtro Hodrick-Prescott (HP) al crecimiento anual del producto por persona empleada. Las cifras agregadas son medias ponderadas del crecimiento tendencial basadas en el PIB a tipos de cambio PPA corrientes. ² Incluye el crédito al sector público y privado convertido a dólares estadounidenses a tipos de cambio de mercado.

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

Un aspecto negativo de este patrón de crecimiento impulsado por la deuda es la relativa debilidad de la inversión en las economías avanzadas. Es cierto que, a escala mundial, la inversión en capital fijo total en porcentaje del PIB ha seguido aumentando, gracias a su rápido crecimiento en las EME. También es cierto que, en algunos países, era necesaria una corrección de la inversión excesiva en vivienda y construcción. Sin embargo, otros patrones de inversión no auguran nada bueno para el crecimiento futuro. En muchas economías avanzadas, por ejemplo, las empresas están frenando su inversión en planta y equipo. La inversión en infraestructuras también languidece, en particular en algunas EME, pero también en determinadas economías avanzadas.

El aumento del endeudamiento público y privado ha dado lugar a una serie de vulnerabilidades. A medida que aumenta la deuda, la capacidad de reembolso de los prestatarios se vuelve cada vez más sensible a la caída de los ingresos y a las subidas de las tasas de interés. Por tanto, un mayor endeudamiento se traduce en una mayor fragilidad financiera y en ciclos financieros cada vez más perturbadores. Cómo afrontar estos ciclos es uno de los principales temas tratados en el *Informe Anual* de este año, como enseguida explicará Claudio Borio.

Pero, ¿qué ocurre con el riesgo de estancamiento secular? El endeudamiento no es el único obstáculo al crecimiento, sino que también existen deficiencias estructurales. En las economías avanzadas, el crecimiento de la productividad está en declive desde mucho antes de la crisis, si bien el auge financiero ocultó esta tendencia (Gráfico 2). Por otro lado, el envejecimiento de la población es un lastre bien conocido. Además, existen factores específicos de cada país, como una caída estructural de los porcentajes de población activa, o una asignación sectorial ineficiente del crédito y los recursos. Todos ellos son impedimentos estructurales a la demanda y al crecimiento.

Resulta difícil ver de qué modo podría ayudar la demanda adicional impulsada por el endeudamiento. Como ya sostuvimos el año pasado, los estímulos monetarios y fiscales nos han dado un respiro, pero no pueden considerarse sustituto de las reformas estructurales. El perpetuo crecimiento



de la deuda pública no puede elevar la confianza; ni tampoco lo puede hacer la prolongación de unas tasas de interés extraordinariamente bajas. Desde luego, unas tasas de interés reducidas pueden incrementar la asunción de riesgo, pero no está claro que esto se traduzca a su vez en inversión productiva.

Es más, si se mantienen bajas durante demasiado tiempo, las tasas de interés podrían validar y afianzar una perniciosa conjunción de endeudamiento elevado, tasas de interés reducidas y crecimiento anémico.

La forma correcta de evitar caer en esta trampa consiste en afrontar directamente los obstáculos estructurales. Es prioritario invertir la tendencia a la baja del crecimiento de la productividad y abordar las deficiencias estructurales. Para ello, serán necesarias reformas por el lado de la oferta que promuevan un uso de los recursos más flexible y rentable y generen confianza en las perspectivas de empleo e ingresos. Si bien estas reformas tienen que adaptarse a las circunstancias de cada país, probablemente comportarán una mayor liberalización de los mercados de trabajo y de productos, la revisión de los códigos tributarios y un uso más centrado del gasto público. Y no de forma casual, la política monetaria será más efectiva en una economía más flexible y menos apalancada.

Segunda transición: hacia una política monetaria más normal

La acomodación de la política monetaria está poniendo a prueba sus límites. La política monetaria pierde gran parte de su eficacia en la fase de recuperación de una recesión de balance, cuando hogares, empresas y bancos tienen dificultades para reparar sus posiciones patrimoniales, afianzando así la debilidad de la demanda agregada. También supone una amenaza para la estabilidad financiera, puesto que unas tasas de interés extraordinariamente reducidas fomentan la acumulación de deuda y la asunción de riesgo.

La normalización de esta política tiene un largo camino por delante. Mediante el repliegue de sus compras de activos a gran escala, la Reserva Federal se limita a poner fin a su relajación. Los balances de los bancos centrales —incluida la Reserva Federal— han seguido expandiéndose y ahora superan los 20 billones de dólares, en términos agregados mundiales. Las tasas de interés oficiales se encuentran en el límite inferior cero en las principales zonas monetarias y muy por debajo de los niveles anteriores a la crisis en las EME (Gráfico 3). Así pues, a escala mundial, la política monetaria sigue siendo extraordinariamente acomodaticia.

Todo hace pensar que la senda de la normalización será tortuosa y estará repleta de retos. Les hablaré de dos de ellos.

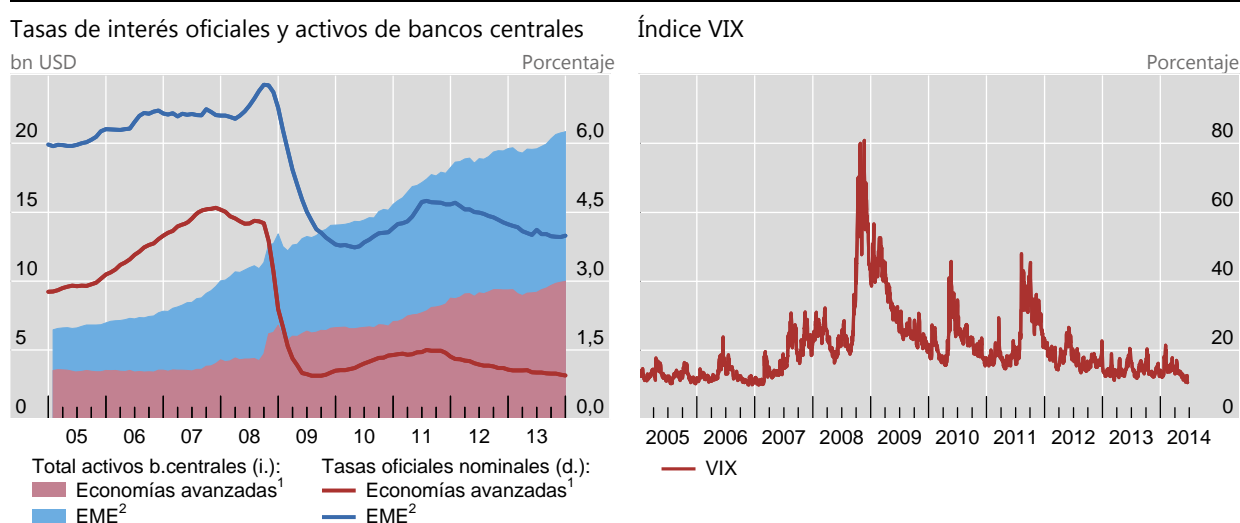
El primero consiste en conseguir que los mercados financieros dependan menos de la política monetaria. En los últimos meses, la volatilidad en los mercados mundiales ha descendido hasta mínimos históricos (Gráfico 3). Al mismo tiempo, se ha intensificado la búsqueda de rentabilidad y se han estrechado los diferenciales de crédito. Resulta complicado ver esta evolución como una consecuencia de la disminución de los riesgos mundiales. Más bien parece que los participantes del mercado están convencidos de que las condiciones monetarias seguirán siendo muy laxas durante mucho tiempo. Sin embargo, puede que los mercados estén mostrándose más confiados de lo que desean los bancos centrales y que estén teniendo en cuenta solo una pequeña parte de las posibles consecuencias. Tal exceso de confianza resulta peligroso, puesto que podría alentar una excesiva asunción de riesgo, presionando aún más a los bancos centrales para que aplacen la normalización de sus políticas.

El segundo reto consiste en hacer frente a los efectos secundarios de la política monetaria a escala internacional. Muchas EME han batallado con las repercusiones de los episodios el año pasado de ventas generalizadas en el mercado de bonos mundial. Algunos de estos efectos se han asemejado a

episodios anteriores de tensiones en las EME, como grandes presiones sobre los tipos de cambio y mayor vulnerabilidad de las economías con variables fundamentales débiles. Sin embargo, otros son nuevos, como los fuertes lazos a través de los mercados de deuda nacionales en las EME, reflejo del viraje en los últimos años desde la financiación bancaria hacia la financiación en los mercados, un cambio que podría influir en los riesgos para la estabilidad financiera durante la normalización de la política monetaria. Todavía tenemos que averiguar si un auge impulsado por el mercado plantea más o menos riesgos que uno impulsado por los bancos. Hyun Shin analizará después esta «segunda fase de liquidez mundial», que también aborda el Capítulo IV del Informe Anual.

Las condiciones monetarias y financieras siguen siendo muy laxas

Gráfico 3



¹ Economías incluidas: Australia, Canadá, Estados Unidos, zona del euro, Japón, Noruega, Nueva Zelanda, Reino Unido, Suecia y Suiza. ² Economías incluidas: Arabia Saudita, Argentina, Brasil, Chile, China, Taipéi chino, Colombia, Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, República Checa, Rusia, Singapur, Sudáfrica, Tailandia y Turquía.

Fuentes: FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales*; Bloomberg; Datastream; datos nacionales.

Tener en cuenta los efectos secundarios de la política monetaria es una responsabilidad compartida. Las economías avanzadas deben mejorar su conocimiento de la transmisión y la retroacción a escala internacional de unas condiciones monetarias muy acomodaticias, e incorporarlo a sus decisiones. Esto incluye no solo evaluar las repercusiones de las políticas nacionales a través de la fluctuación de los tipos de cambio y el comercio, sino también ser conscientes de los vínculos y las exposiciones financieras, así como los efectos de las decisiones de política monetaria sobre los mercados. Las EME, a su vez, no pueden quedar al amparo de las perturbaciones mundiales, pero sí pueden reducir las vulnerabilidades macroeconómicas y financieras dentro del país. En este sentido, es fundamental abordar los riesgos asociados a la última fase de los ciclos financieros internos.

Esto me lleva a la cuestión de una inflación situada persistentemente por debajo del objetivo y sus consecuencias para la normalización monetaria. Por supuesto, un entorno de inflación y crecimiento reducidos no ayuda a quienes están muy endeudados. Sin embargo, me gustaría puntualizar dos cosas. En primer lugar, las proyecciones de inflación de los bancos centrales y las expectativas de inflación a largo plazo bien ancladas parecen indicar un escaso riesgo de presiones desinflationistas persistentes y mutuamente reforzadas. Además, existen buenas razones para pensar que la presión a la baja sobre la inflación es el reflejo de efectos positivos por el lado de la oferta en la economía mundial, al menos en parte. La mayor competencia en los mercados de bienes y, cada vez más, también de servicios reduce las posibilidades de aumentar los precios, e incluso puede que obligue a bajarlos. El Informe Anual de este



año documenta el destacado papel de estos factores mundiales en la inflación nacional. Todo apunta a que la proyección de la inflación está rodeada de considerables incertidumbres. Asimismo, es necesario estudiar más a fondo la nueva dinámica de la inflación, la creciente trascendencia de los factores mundiales y la disminución de la sensibilidad a las brechas de producto nacional.

En segundo lugar, las reducidas tasas de inflación en todo el mundo son otro indicio de que, al salir de una recesión de balance, la política monetaria suele resultar mucho menos eficaz a la hora de estimular la demanda que durante una recuperación normal. Prueba de ello es la fuerte desconexión entre las condiciones financieras muy acomodaticias, por un lado, y una escasa inversión empresarial, por el otro. Por tanto, es importante adoptar una postura crítica ante las posibilidades realistas de la política monetaria en el entorno actual. Tras años de relajación monetaria, debemos prestar mayor atención a los riesgos de una normalización excesivamente tardía.

Tercera transición: hacia un sistema financiero fiable

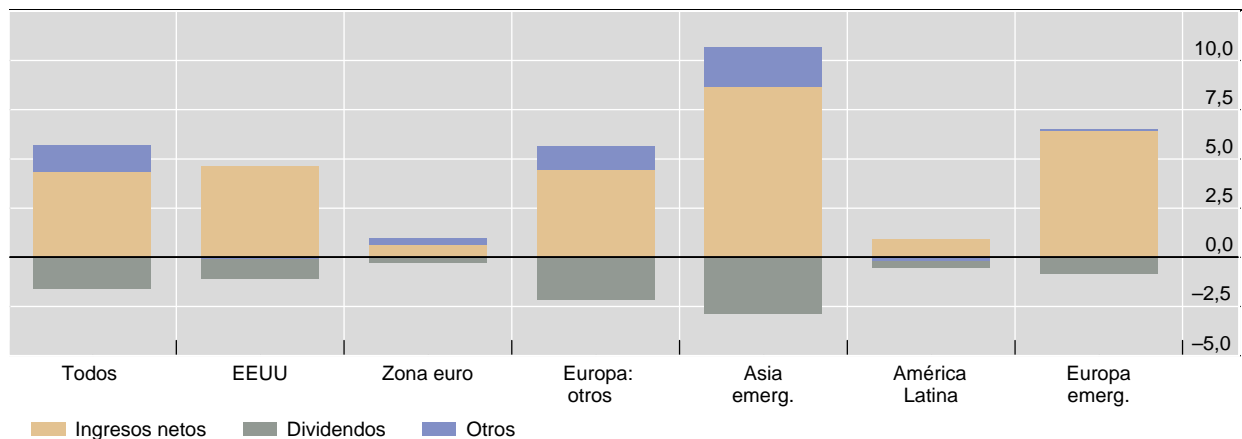
Se han producido avances significativos en la transición hacia un sistema financiero más resiliente. Los bancos van recuperando su fortaleza y, en promedio, han reforzado sus niveles de capital para cumplir las normas reguladoras más exigentes. En particular, el incremento de los beneficios ha permitido a los bancos reforzar sus bases de capital (Gráfico 4).

No obstante, siguen existiendo reductos de debilidad e incertidumbre, sobre todo en Europa. A pesar de la mejora de la rentabilidad agregada, muchas instituciones están lidiando todavía con elevados niveles de deuda del gobierno y los hogares. Las calificaciones crediticias intrínsecas siguen siendo débiles y los inversores siguen cuestionando la calidad de los activos. Por lo demás, en algunas economías que apenas se vieron afectadas por la crisis, los auges financieros han generado nuevas vulnerabilidades.

La retención de beneficios impulsa los coeficientes reguladores de los bancos¹

Fuentes de capital bancario, variación entre final de 2009 y final de 2013, en porcentaje

Gráfico 4



¹ Todas las cifras son medias ponderadas por los activos totales al final de 2013.

Fuentes: B. Cohen y M. Scatigna, «Banks and capital requirements: channels of adjustment», *BIS Working Papers*, nº 443, marzo de 2014; Bankscope; Bloomberg.



Los nuevos instrumentos y políticas prudenciales pueden reducir estos riesgos. En Europa, el análisis de la calidad de los activos, una prueba de resistencia rigurosa y la introducción del supervisor único brindan una oportunidad única de recuperar la confianza en el sistema bancario y eliminar así uno de los principales obstáculos para alcanzar un crecimiento más fuerte, en especial en países afectados por la crisis. Se está haciendo un uso más enérgico de los instrumentos macroprudenciales. Basilea III ha introducido un colchón de capital anticíclico en la regulación bancaria como parte de una tendencia más general a crear marcos macroprudenciales nacionales. Las EME han recurrido a otras herramientas para aumentar la resiliencia de sus bancos, pero aún es pronto para conocer la eficacia de tales medidas a la hora de contener los riesgos en la fase tardía del ciclo financiero. Las medidas prudenciales necesitan la ayuda de la política monetaria.

Las principales iniciativas reguladoras están a punto de concluir. Los esfuerzos se centran ahora en garantizar su aplicación coherente y vigilar sus efectos, ya sean intencionados o no. Estas iniciativas reguladoras abarcan un amplio espectro, desde los requerimientos de capital y liquidez hasta cómo abordar el problema de las entidades demasiado grandes para dejarlas quebrar, los regímenes de resolución, las infraestructuras de mercados financieros y el sistema bancario paralelo («*shadow banking*»). Lo importante ahora es poner mayor énfasis en una supervisión rigurosa.

Para que un sistema financiero sea fiable, no le basta con ser resiliente. La resiliencia es el punto de partida, pero existen otros elementos clave que me gustaría mencionar.

El primero es la confianza en la gestión del riesgo en los bancos, que abarca desde la cultura de riesgo en general, hasta los propios modelos de riesgo. La amplia dispersión que se observa en los cálculos de los activos ponderados por riesgo sugiere que todavía existe un amplio margen para las inconsistencias, e incluso para tergiversar las reglas del juego. Una regulación más estricta puede paliar este problema. Por ejemplo, limitando los supuestos de modelización puede mejorarse la comparabilidad y limitarse el arbitraje. Calibrando el coeficiente de apalancamiento de manera rigurosa, éste puede actuar como contrafuerte creíble a los coeficientes ponderados por riesgo. Implementando con coherencia las normas mínimas reguladoras puede reducirse el riesgo de fragmentación en los países y elevarse la credibilidad. Pero ninguna regulación, por simple o sofisticada que sea, puede obviar la necesidad de contar con una supervisión proactiva, rigurosa e intrusiva. Esta es la mejor manera de garantizar la solidez de los colchones de liquidez y capital, y de fomentar una cultura del riesgo prudente, que permita la diversidad y la sensibilidad al riesgo, pero que penalice y evite los intentos de burlar la regulación.

En segundo lugar, y más en general, un sistema financiero fiable pasa por la confianza del público. Esta confianza ha quedado en entredicho muchas veces por las acusaciones de manipulación en algunos mercados financieros. Es necesario recuperar la confianza si se pretende que el sistema financiero funcione como es debido.

En tercer lugar, un sistema financiero fiable debe estar alerta ante los cambios continuos que se producen en los mercados financieros, así como a la aparición de nuevos riesgos. Ya he señalado antes la necesidad de destinar esfuerzos adicionales a analizar la naturaleza de los auges financieros basados en el mercado, en los que el comportamiento de instituciones tradicionalmente menos apalancadas, como las gestoras de activos, puede llegar a desencadenar tensiones financieras. Los incentivos de estos inversores pueden provocar una repentina amplificación no lineal de la dinámica del mercado, como un efecto de palanca.

Es hora de dejar atrás la sombra de la crisis

Ha llegado la hora de dejar atrás la sombra de la crisis. La mayor fortaleza del crecimiento brinda la oportunidad de aplicar reformas estructurales y de afianzar los balances. No es de esperar que estos



esfuerzos cuenten con el beneplácito del público, pero es posible que compensen, incluso a corto plazo, si ayudan a devolver la confianza.

El momento es propicio, porque aplazar cualquiera de estas transiciones plantearía riesgos. Un primer riesgo es la «preponderancia financiera», que consiste en aplazar las medidas de política por temor a la volatilidad del mercado y a la fragilidad financiera. Una segunda amenaza es la «preponderancia fiscal», es decir, las presiones para que se mantenga una política de relajación monetaria, para mantener elevados los niveles de endeudamiento. La tercera amenaza es la «preponderancia de las expectativas», a saber: expectativas poco realistas sobre lo que pueden hacer los bancos centrales. Si no se consigue llevar a cabo todas estas transiciones, habrá que pagar un precio muy alto en forma de riesgos crecientes para la estabilidad financiera y macroeconómica.

La clave para superar las tres transiciones radica en una estrecha cooperación internacional. Basilea III, posterior a la crisis, se ha convertido en sinónimo de exitosa cooperación en el ámbito de la regulación financiera. En consecuencia, se ha agudizado la necesidad de colaborar más estrechamente en otras áreas. El último año ha servido para recordar que las decisiones de política internas suelen conllevar crecientes repercusiones a escala mundial, algo obvio en lo que respecta a las grandes economías avanzadas, pero que se observa cada vez más con relación a las políticas de las principales EME. Así pues, resulta más importante que nunca comprender mejor de qué forma las decisiones de política afectarán al resto en un mundo muy integrado. El BPI, por su parte, está dispuesto a fomentar la cooperación en materia de estabilidad monetaria y financiera.