



Entrevista a Claudio Borio, Jefe del Departamento Monetario y Económico del Banco de Pagos Internacionales, realizada por Ana Fuentes (Grupo Consejeros) el 21 de junio de 2017.

Algunos de sus colegas consideran la deflación una «grave enfermedad», pero parece que usted no comparte esa opinión. ¿Por qué?

Hace tiempo que intentamos explicar que el hecho de que la deflación genere o no problemas depende de cuáles sean sus causas. «Deflación» es un término cargado de connotaciones emocionales; en cambio, si hablamos de «bajada de precios» ya no suena tan mal, ¿verdad? Lo que realmente importa es si el descenso de los precios se debe a factores del lado de la oferta o del lado de la demanda.

De hecho, existe una literatura empírica sobre este tema, consolidada pero poco apreciada, que traza una distinción entre la deflación «buena» y la deflación «mala». En un trabajo que publicamos en marzo de 2015 examinamos más exhaustivamente esta cuestión. Concluimos, como en estudios anteriores, que la estrecha relación entre las caídas de los niveles de precios y la debilidad de la actividad económica viene determinada en gran medida por la experiencia de la Gran Depresión. Dejando a un lado la Gran Depresión, esta relación no se da con tanta frecuencia. Sin embargo, también detectamos —y ahí radica la novedad de este estudio— que si se tiene en cuenta la evolución de los precios de los activos (en particular los precios inmobiliarios y de las acciones), esa vinculación entre deflación y debilidad del producto desaparece, incluso durante la Gran Depresión, lo que sugiere que fue el descenso de los precios de los activos el que tuvo las consecuencias más negativas. Además, nuestro análisis arrojó evidencias claras de una interacción perniciosa entre la deuda y los precios inmobiliarios, como quedó patente recientemente en la Gran Recesión, pero no tanto entre la deuda y la deflación. En conjunto, estos resultados ponen de manifiesto la importancia de las causas de la deflación. Por citar tan solo un ejemplo: en Suiza los precios llevan algún tiempo bajando, pero la economía no se ha resentido.

¿Y la deuda? El apalancamiento aumenta a escala mundial tras cada crisis económica (actualmente los niveles de deuda se sitúan en torno al 255% del PIB). ¿Existe un límite? ¿Cree que llegaremos a considerar normal, no peligroso, un endeudamiento equivalente al 255% del PIB?

La pregunta clave es si las empresas podrán generar los ingresos necesarios para hacer frente a su deuda sin dificultades, si la renta de los hogares les permitirá amortizar sus créditos y si los gobiernos lograrán recaudar los impuestos que necesitan. Es evidente que existe un límite, pero en la práctica resulta muy complicado determinarlo con exactitud. Por ejemplo, en el BPI hemos realizado trabajos estadísticos para averiguar qué ocurre cuando la deuda alcanza niveles relativamente elevados y hemos llegado a la conclusión de que a partir de cierto umbral —aproximadamente el 90%— el crecimiento se ralentiza. No obstante, el volumen de deuda sostenible en una economía concreta depende mucho de factores nacionales, entre los que se incluye hasta qué punto se ha producido en el país cierto grado de «profundización financiera» natural, con la deuda creciendo en consonancia con incrementos sostenibles de los precios de los activos y relaciones saludables dentro del sistema financiero.

Más importante, incluso crítico, desde el punto de vista empírico es si la deuda aumenta muy rápidamente y durante un periodo prolongado en relación al PIB, lo que es un indicador agregado aproximado de la capacidad de generación de ingresos. Por lo tanto, no se trata de un nivel concreto, sino del ritmo de crecimiento relativo. Hemos observado (y otros autores lo han corroborado) que los incrementos significativos del coeficiente crédito/PIB con respecto a su tendencia a largo plazo, de por sí



una medida aproximada de la «profundización financiera», constituyen el indicador más fiable de la acumulación de riesgos financieros y de futuras tensiones financieras. Sin duda, este indicador no es perfecto, pero sí resulta útil.

Desde este punto de vista, nos preocupan dos tendencias que observamos desde la crisis financiera. En primer lugar, en varias economías que no padecieron una fuerte contracción financiera durante la crisis se han producido incrementos del crédito, a menudo junto con ascensos de los precios de los activos, incluidos los inmobiliarios. Estos auges financieros no son cualitativamente distintos de los que tuvieron lugar antes de la crisis en varias economías que luego se encontraron en dificultades. Y en el resto del mundo no hemos visto mucho desapalancamiento. En segundo lugar, todo esto ha coincidido con una tendencia a la baja de las tasas de interés. Estos dos factores, combinados, apuntan al riesgo de caer en una «trampa de la deuda»: en algún momento puede llegar a ser difícil subir las tasas de interés sin crear exactamente los problemas que los responsables de la política monetaria intentaban evitar, puesto que la economía podría no estar en condiciones de soportar unas tasas de interés más elevadas. Una decisión aparentemente lógica a corto plazo genera problemas en el largo plazo.

¿Considera incompatibles su teoría del «lastre del ciclo financiero» y la teoría del «estancamiento secular» de Larry Summers? ¿O tienen algún aspecto en común?

Probablemente deberíamos empezar por explicar cuáles son las dos hipótesis. La versión del estancamiento secular con la que discrepo es la que sostiene que existe un déficit estructural en la demanda agregada, como consecuencia de fuerzas profundamente arraigadas como el cambio demográfico, la desigualdad o la menor necesidad de inversión en capital físico, lo que a su vez se traduce en un crecimiento persistentemente bajo. Una visión alternativa, más coherente con lo que le explicaba antes, es que estamos ante una debilidad persistente pero transitoria causada por un auge financiero que acabó mal —lo que yo he denominado hipótesis del «lastre del ciclo financiero» (FCD)—. Su fundamento es la interacción entre la caída de los precios de los activos, especialmente de los precios inmobiliarios, y un endeudamiento excesivo —o sobreendeudamiento—.

Antes de mencionar las posibles similitudes, permítame destacar las diferencias entre las dos hipótesis, que son más importantes. En primer lugar, difieren en cuanto al equilibrio entre los factores financieros y los factores reales: la hipótesis FCD se centra en el mundo financiero y en la forma en que los factores financieros interactúan con la economía real; en cambio, la hipótesis del estancamiento secular trabaja fundamentalmente con factores reales. En segundo lugar, también es distinto el peso que cada una de ellas otorga a la demanda y a la oferta agregadas: obviamente, la hipótesis FCD se preocupa mucho por las deficiencias de la demanda agregada como consecuencia del endeudamiento excesivo, pero también hace hincapié en la importancia del lado de la oferta en la economía —el hecho de que solo es posible generar crecimiento perdurable desde el lado de la oferta, así como el papel de la asignación ineficiente de recursos que propician los auges financieros y las posteriores contracciones. En tercer lugar, estas dos hipótesis difieren en su interpretación de la inflación y de las tasas de interés. La hipótesis FCD considera que los niveles persistentemente bajos de inflación están más relacionados con los factores de la oferta que he mencionado antes, especialmente la globalización y posiblemente la tecnología, que con un abultado déficit en la demanda. De acuerdo con la hipótesis del estancamiento secular, la caída de las tasas de interés es un fenómeno inevitable relacionado con el equilibrio, mientras que para la hipótesis del lastre del ciclo financiero se debe fundamentalmente a un desequilibrio, que puede acarrear problemas a largo plazo. Por último, discrepan en cuanto a los escenarios futuros realistas —debilidad temporal frente a debilidad permanente— y las políticas económicas —el equilibrio entre políticas estructurales y de gestión de la demanda y, en particular, la función de la política monetaria—.

Con un poco de esfuerzo pueden encontrarse también algunas similitudes. En ambos casos se adoptan perspectivas a largo plazo y se pone en duda la hipótesis de que la economía se equilibra por sí sola. Asimismo, ambas hipótesis cuestionan más intensamente los paradigmas analíticos imperantes



utilizados para interpretar el funcionamiento de la economía. También pueden señalarse otros aspectos comunes más específicos. Por ejemplo, las dos hipótesis reconocen que los factores demográficos afectan tanto a la oferta como a la demanda. En mi opinión, el cambio demográfico será en el futuro una fuerza de gran magnitud que reducirá el crecimiento. Por otra parte, la hipótesis del estancamiento secular reconoce también que la fase contractiva del ciclo financiero ha creado problemas.

Permítame apuntar que existe otra versión de la hipótesis del estancamiento secular, que sostiene que vamos a vivir en un entorno de crecimiento lento como consecuencia de cambios tecnológicos y del escaso crecimiento de la productividad. Esta versión se centra exclusivamente en el lado de la oferta. A nosotros también nos preocupa el lento crecimiento de la productividad, pero yo personalmente soy optimista sobre los avances tecnológicos. El reto es convertir esos avances en crecimiento y gestionar sus consecuencias de índole social —utilizando la terminología de Schumpeter, su destrucción creativa—.

La mayor parte de los banqueros europeos creen que la respuesta dada a la reciente crisis financiera se ha regido por las normas del sector de la banca de inversión anglosajona (sin permitir impagos ni renegociaciones), frente al estilo europeo, que sería más proclive a adoptar medidas de reparto de la carga. ¿Qué opina?

Permítame formular mi respuesta en otros términos. La verdadera diferencia entre lo que ha ocurrido en la Europa continental y lo que ha pasado en cierta medida en Estados Unidos, el Reino Unido y otras economías —y yo incluiría en esta categoría a España— reside en hasta qué punto se han abordado con decisión los problemas bancarios y de calidad de los activos, en qué medida se han reconocido pérdidas, se han saneado los balances y se han recapitalizado y reforzado las instituciones. No creo que se pueda hablar en este caso de una forma anglosajona de hacer las cosas frente a un proceder europeo. Simplemente, se trata de una elección de políticas distinta en circunstancias particulares. Nos recuerda a las distintas respuestas adoptadas en las crisis de principios de la década de 1990: por una parte, en los países nórdicos, que afrontaron con decisión sus problemas, y, por otra, en Japón, que optó por esperar tiempos mejores. Esta distinción ayuda a explicar la dispar evolución del crecimiento en estos países tras sus respectivas recesiones: mientras que los países nórdicos experimentaron un fuerte repunte, Japón perdió una década.

En España, los problemas se atajaron enérgicamente, lo que no ha ocurrido en todos los países de la zona del euro. Por lo tanto, no creo que se pueda hablar en este caso de una forma anglosajona de hacer las cosas frente a un estilo europeo. Refleja una elección de políticas concreta en función de las limitaciones y las preferencias en cada momento.

Del Informe Anual del BPI se deduce que, pese a los esfuerzos del BCE, el mercado interbancario europeo está fracturado. ¿Está de acuerdo con esta interpretación? El informe ofrece datos que indican que las operaciones transfronterizas entre entidades bancarias se redujeron desde el 70% del PIB en 2007 hasta menos del 40% del PIB en 2013. ¿Continúa este descenso en 2017? La Asociación Española de Banca ha expresado su preocupación por esta evolución.

En realidad, en el Informe Anual nos referimos a los bancos de la zona del euro en el contexto general de la globalización, no hablamos del mercado interbancario de la zona del euro *per se*. Por cierto, las cifras que usted cita incluyen también los préstamos de bancos británicos y suizos, y se refieren a préstamos a todo tipo de prestatario, incluidas entidades no bancarias, en todo el mundo.



En 2007, a los bancos españoles, que recibían crédito del exterior (por ejemplo de las Sparkassen alemanas), se les cerró el grifo. Me gustaría saber si esa situación se mantiene en 2017. De no haber sido por el BCE, ¿qué habría ocurrido?

Entiendo su pregunta, pero preferiría no hacer ningún comentario sobre este tema concreto, de conformidad con la política del BPI. Permítame señalar tan solo que, en general, el funcionamiento del mercado interbancario ha ido mejorando, aunque no haya retornado a la situación previa a la crisis. En primer lugar, cuando se desata una crisis, todo el mundo se repliega; además, en el preludio de la crisis no se prestaba suficiente atención al riesgo de contraparte. También existe un problema de carácter más técnico, pero con consecuencias de gran alcance: después de la crisis, el BCE ha incrementado notablemente su presencia en el mercado, inundándolo con liquidez por medio de sus operaciones de expansión cuantitativa (QE). Como consecuencia, los bancos se han mostrado más dispuestos a operar con el banco central que entre ellos.

¿Cree que la caída de las operaciones transfronterizas entre entidades bancarias del 70% del PIB en 2007 hasta menos del 40% del PIB en 2013 solo tiene que ver con la evolución de la globalización?

No, no es eso lo que digo. El argumento que se propone en el Informe Anual es que antes de la crisis se produjo un crecimiento excesivo del sistema bancario de la zona del euro y también del papel de estos bancos fuera de la zona del euro. Por lo tanto, lo que ha ocurrido después de la crisis es una contracción cíclica, una corrección cíclica de la anterior expansión. Esto no debe interpretarse como un retroceso de la globalización; es algo mucho más específico —un factor cíclico, y no una tendencia—. Ciertamente es que nadie sabe cuál es la cifra «correcta», pero es importante entender que si el sistema se expande en exceso, en algún momento se producirá una corrección. Además, ese repliegue se producirá previsiblemente siguiendo las fronteras nacionales: lo normal es retornar a la base central, a la zona de confort.

¿Están coordinadas de alguna forma las políticas monetarias de los distintos bancos centrales? ¿Existe algún tipo de «pacto de no agresión»?

Sobre eso no puedo hacer ningún comentario.