

## Ha llegado la hora de poner en marcha todos los motores

Discurso pronunciado por Agustín Carstens,  
Director General del Banco de Pagos Internacionales,  
con motivo de la Asamblea General Anual del Banco  
celebrada en Basilea el 30 de junio de 2019.

Señoras y señores:

Es para mí un placer presentarles nuestro Informe Económico Anual de este año. El hilo conductor del informe es cómo trazar un plan de vuelo que permita a la economía alcanzar cielos más despejados. En mi intervención me centraré en el estado actual de la economía mundial, las perspectivas, los riesgos y, sobre todo, la necesidad de lograr un mejor equilibrio en las políticas económicas.

Tras los avances propiciados por un decenio de políticas monetarias extraordinarias que contribuyeron a restaurar el crecimiento global, desde el pasado año se viene produciendo una desaceleración del ritmo de expansión. Aunque las perspectivas a corto plazo continúan siendo buenas, más allá de ese horizonte existen numerosas vulnerabilidades. Si queremos que la economía mundial mantenga su rumbo hacia cielos despejados, otras políticas tendrán que desempeñar un papel más relevante y las autoridades habrán de adoptar una perspectiva de más largo plazo. En particular, hace falta una combinación más adecuada de la política monetaria, la política fiscal, medidas macroprudenciales y reformas estructurales. La navegación hacia cielos despejados requiere conjugar la velocidad y la estabilidad, así como conservar algo de combustible que permita hacer frente a posibles vientos en contra. Esto es aún más importante ante el gran número de incertidumbres y riesgos a los que nos enfrentamos en la actualidad.

## Una economía mundial en crecimiento, aunque se mantienen riesgos y vulnerabilidades

A continuación resumiré nuestra evaluación de los acontecimientos económicos del pasado año y de las perspectivas de futuro.

La economía mundial ha experimentado una evidente desaceleración a lo largo de los últimos 12 meses. Parte de esa desaceleración era de esperar, ya que el crecimiento mundial superaba claramente el potencial en 2017, y resultaba inevitable que la economía perdiera parte de esa velocidad por encima de lo normal. Sin embargo, otra parte fue inesperada y se debió a varios vientos en contra que han contribuido a unos resultados muy inferiores del comercio y el sector de las manufacturas.

El primer viento en contra ha sido la escalada de tensiones comerciales y la consiguiente incertidumbre sobre el futuro del sistema comercial multilateral, que han frenado notablemente a la economía mundial. Además de deteriorar la demanda futura y afectar a las perspectivas de inversión, las tensiones comerciales plantean dudas sobre la viabilidad de las actuales estructuras de cadena de suministro e incluso acerca del futuro mismo del sistema comercial internacional. Conviene reiterarlo: en las guerras comerciales no hay ganadores, solo perdedores.



Otro viento en contra está relacionado con los acontecimientos en China, donde las autoridades han tomado medidas para avanzar con el necesario desapalancamiento de la economía china que permita un crecimiento más sostenible. Dado el peso y las estrechas interconexiones de China en la economía mundial, su desaceleración se extendió rápidamente al resto del mundo. También en este caso, las cadenas globales de valor actuaron como un canal de transmisión muy potente.

Hay algunos indicios que todavía son relativamente propicios para las perspectivas a corto plazo. Los servicios han aguantado bien y las fuertes mejoras sostenidas del empleo y las sólidas subidas salariales han favorecido al consumo. En muchas grandes economías que estuvieron en el epicentro de la Gran Crisis Financiera, entre las que destaca Estados Unidos, las condiciones del crédito y la financiación continúan sustentando la actividad económica. Además, gracias a las reformas de la regulación iniciadas tras la crisis, la mayoría de los bancos globales están mucho mejor capitalizados.

Los bancos centrales han contribuido al mantenimiento del impulso en los últimos meses, al adaptar la orientación de su política monetaria a medida que se conocía nueva información. La inflación ha seguido siendo muy moderada pese a que muchas economías se han expandido a ritmos cercanos o superiores a las estimaciones estándar de producto potencial y han registrado cifras de desempleo históricamente bajas.

No obstante, hay algunos factores que frenan el crecimiento. De hecho, la desaceleración parece estar empeorando y extendiéndose desde que nuestro informe se envió a la imprenta. Se observan indicios de debilitamiento del consumo y la inversión. A corto plazo, existen riesgos significativos. Uno de los más importantes es la posibilidad de que las tensiones comerciales que contribuyeron a la ralentización vuelvan a arreciar. Otras amenazas incluyen riesgos político-económicos en algunos países. El desapalancamiento en China todavía no ha concluido. Y, si nos guiamos por la experiencia, la fase contractiva de los ciclos financieros en curso en muchos países actuará previsiblemente como un freno para el crecimiento mundial.

Otro aspecto importante es que, tras el prolongado periodo de condiciones financieras expansivas, se han acumulado muchas vulnerabilidades que podrían hacer perder el rumbo a la economía mundial.

Una de esas vulnerabilidades es el alto nivel de endeudamiento de los hogares en numerosas economías avanzadas, especialmente en las que no sufrieron directamente la Gran Crisis Financiera. Estos niveles de endeudamiento elevados en términos históricos limitan la capacidad de los hogares para impulsar la actividad económica.

Otra vulnerabilidad es la que representan los evidentes indicios de sobrecalentamiento en el sector corporativo de varios países avanzados. Tras crecer con fuerza, el mercado de préstamos apalancados tiene actualmente un tamaño próximo a los tres billones de dólares estadounidenses, comparable al volumen del mercado de bonos de titulización de deuda garantizados (CDO) que amplificó la crisis de la deuda *sub-prime*. Se ha producido un fuerte incremento de productos estructurados como los bonos de titulización de préstamos garantizados (CLO). Las condiciones de concesión de crédito se han relajado debido a la búsqueda de rentabilidad de los inversores. Si el sector de los préstamos apalancados tiene problemas, el impacto económico podría verse amplificado a través del sistema bancario y de otras partes del sistema financiero que tienen préstamos apalancados y CLO. Se podrían producir en ese caso ajustes bruscos de precios y tensiones de financiación. Estos riesgos deben verse en el contexto más amplio del deterioro a largo plazo de la calidad crediticia y el apalancamiento generalmente abultado de las empresas en muchas economías avanzadas.

Los elevados niveles de endeudamiento también parecen señalar vulnerabilidades en varias economías de mercado emergentes (EME). En algunos casos, afectan al sector de los hogares, pero la mayor parte de las veces se dan en el sector corporativo, en buena medida porque la deuda en divisas ha crecido con fuerza desde la crisis. Las actuales vulnerabilidades reflejan en parte los efectos de propagación internacional de las prolongadas políticas monetarias acomodaticias de las economías



avanzadas, ya que las EME son especialmente vulnerables a las reversiones de los flujos de capital y a las fluctuaciones de los tipos de cambio. En el Capítulo II del informe, analizamos la forma en que las EME han tratado de reducir esa mayor sensibilidad mediante la adopción de prácticas de política monetaria que, en algunos aspectos, se han adelantado a la teoría tradicionalmente aceptada. En lugar de ceñirse estrictamente a los objetivos de inflación con tipos de cambio de libre flotación, los han combinado con diversos grados de intervención en los mercados de divisas y con la utilización activa de medidas macroprudenciales. Esta combinación les ha proporcionado ciertas cuotas de preciosa libertad para trabajar de forma más eficaz en pos de la estabilidad de precios, macroeconómica y financiera. Con todo, no conviene subestimar las dificultades que habrán de afrontarse.

A pesar de estar mejor capitalizados que antes de la crisis, los bancos de varias jurisdicciones tienen, en distintos grados, problemas de rentabilidad. Los beneficios son la primera línea de defensa frente a las pérdidas y, con mucha diferencia, la principal fuente de capital de los bancos, por lo que constituyen la base de la capacidad de las entidades de crédito para prestar y sustentar la economía. La escasa rentabilidad futura se refleja en cotizaciones bancarias muy bajas. Muchos bancos todavía no han conseguido sanear totalmente sus balances y ajustar sus modelos de negocio. La aparición de las *big tech* como competidores, que analizamos en el Capítulo III del informe, complica aún más su futuro.

Aunque todavía no son un riesgo evidente para la estabilidad financiera mundial, estas vulnerabilidades pueden constituir una amenaza para la sostenibilidad de la expansión económica, especialmente dado que el endeudamiento total —deuda pública más deuda privada— es muy alto en términos históricos y ha aumentado en los últimos años. Es de esperar que el sendero a seguir por la economía mundial continúe siendo abrupto. Mantener los cinturones de seguridad abrochados parece buena idea, pero no basta. Para avanzar sin sobresaltos hacia cielos económicos despejados es imprescindible mantener una perspectiva a largo plazo adecuada y actuar en consecuencia.

## Fijar un rumbo hacia los cielos despejados

El año pasado, ante la solidez del crecimiento mundial, los principales bancos centrales trazaron un plan de vuelo hacia la normalización, con un endurecimiento muy gradual y anticipado de la política monetaria. Sin embargo, cuando el comercio mundial se debilitó y los mercados financieros cayeron, el proceso de normalización entró en compás de espera. Los mercados financieros no tardaron en recuperarse, pero volvieron a producirse perturbaciones y la política se modificó de nuevo. Estos acontecimientos pusieron de manifiesto la dificultad de seguir el rumbo de normalización fijado, dada la gran sensibilidad de los mercados a las señales de endurecimiento de la política monetaria. No obstante, las decisiones de los últimos meses también han permitido constatar que los bancos centrales pueden actuar con agilidad y reaccionar rápidamente, en cumplimiento de sus mandatos, ante el curso de los acontecimientos.

¿Cuál debería ser la respuesta futura de la política monetaria si la actividad económica se debilita más de lo previsto? Aunque la mayoría de las economías todavía tienen suficiente espacio para su política monetaria, cuando los bancos centrales ajusten su política deberán tener en cuenta las vulnerabilidades que sus acciones inmediatas podrían crear. El grado de ajuste que debe aplicarse a corto plazo depende de cómo se vea la posibilidad de determinados equilibrios intertemporales muy delicados.

Tales equilibrios potenciales emergen en situaciones en las que las medidas de política tienen efectos claramente beneficiosos a corto plazo, pero también podrían incrementar el riesgo de efectos no deseados en el largo plazo. En el caso de la política monetaria, estas disyuntivas potenciales son más obvias cuando existe la necesidad de recuperar margen de maniobra para la política, la inflación permanece obstinadamente por debajo del objetivo pese a que las economías operan prácticamente a plena capacidad, el crecimiento muestra señales de debilitamiento y se han acumulado vulnerabilidades financieras. Los bancos centrales son plenamente conscientes de la necesidad de lograr un equilibrio. Para



conseguirlo han de hacer uso, inevitablemente, de su propio criterio. Precisamente por eso, es posible que en países y circunstancias diferentes se adopten decisiones distintas. Permítanme extenderme sobre los términos de esas posibles disyuntivas.

Los argumentos a favor de un enfoque más gradual de la política monetaria son claros. La estabilidad de precios, que constituye el principal mandato de los bancos centrales, avala la necesidad de mantener la acomodación monetaria, o incluso de relajar la política, dado que la inflación se encuentra por debajo del objetivo. Una cuestión estrechamente relacionada es la necesidad de que las expectativas de inflación vuelvan a acercarse al objetivo. La elección de este enfoque gradual parece aún más lógica si, como ocurrió a finales del pasado año, se observa fragilidad en los mercados financieros, con posibles efectos adversos para la economía. Cuanto mayor es la incertidumbre sobre la situación en el sistema financiero y en la esfera macroeconómica, más razones hay para adoptar una estrategia más gradual.

Al mismo tiempo, las ventajas que se derivan de este tipo de estrategia podrían llevar aparejados costes y una reducción del margen de maniobra para la política monetaria en el futuro.

Los posibles costes surgen fundamentalmente a través de canales financieros. El mantenimiento durante mucho tiempo de tasas de interés históricamente bajas tiende a comprimir los márgenes bancarios, reduciendo los beneficios de los bancos y, con ellos, su capacidad para acumular capital, esencial para una economía productiva. Unas condiciones financieras muy relajadas pueden impulsar el crecimiento a corto plazo, pero también pueden contribuir a la acumulación de vulnerabilidades financieras. Además, unas tasas persistentemente reducidas pueden socavar la eficiencia de la asignación de recursos y la productividad.

En esas circunstancias, el margen de maniobra de la política monetaria en el futuro podría reducirse por dos razones. Al contrario que la normalización, que, salvo que acabe por debilitar la actividad económica, ampliaría el margen de maniobra de la política monetaria, un enfoque más gradual reduciría de forma directa el espacio político. De forma más sutil, los efectos secundarios de las políticas muy acomodaticias podrían minar en sí mismos la capacidad de la economía para soportar tasas más altas, lo que dificultaría cualquier normalización.

Estas consideraciones ponen de relieve cuán delicada es la tarea a la que se enfrentan los bancos centrales. El riesgo de desacelerar hasta la velocidad de pérdida de sustentación ha de ponderarse con el riesgo de quemar combustible demasiado rápidamente. En términos más generales, estas consideraciones ponen sobre la mesa el hecho de que la política monetaria no puede ser el motor de un mayor crecimiento económico sostenible. Es más realista considerarla un mecanismo de seguridad.

Para dejar atrás las nubes y llegar a cielos despejados, se hace indispensable aplicar una combinación de políticas más equilibrada. El avión no puede volar con un solo motor; debe arrancar los cuatro que tiene. La marcha de la economía sigue dependiendo del apoyo extraordinario de los bancos centrales, incluso con un crecimiento mundial todavía sólido. Por consiguiente, necesitamos un mejor equilibrio entre la política monetaria, la política fiscal, las políticas macroprudenciales y las reformas estructurales.

Las autoridades fiscales pueden ayudar allí donde hay espacio para ello. Factores como los niveles de deuda pública y privada determinarán si es posible utilizar la política fiscal, y cuándo, así como el equilibrio más adecuado entre esta y la política monetaria. Llegado el caso, la política fiscal debería utilizarse juiciosamente para impulsar el crecimiento sostenible, apoyando la demanda agregada con expansiones delimitadas y temporales. Si se opta por estas medidas, es importante evitar la trampa que supone aplicar políticas procíclicas. Y con frecuencia la mejor opción es llevar a cabo reformas estructurales, como reducir el sesgo de los sistemas tributarios a favor de la deuda o reforzar los estabilizadores automáticos.



Las medidas macroprudenciales también pueden ayudar, al proporcionar cierta libertad para conciliar mejor la estabilidad de precios, macroeconómica y financiera a medio plazo, como se analiza en el Capítulo II en el caso de las EME.

Las reformas estructurales son vitales. Pese a la dificultad que entraña en términos políticos, es esencial reactivar los esfuerzos, ahora abandonados, para poner en práctica reformas estructurales concebidas para impulsar el crecimiento. Hoy en día, resultan especialmente importantes las políticas encaminadas a adaptar las economías a los rápidos cambios tecnológicos y otros cambios estructurales. La respuesta regulatoria a las incursiones de las *big tech* en las finanzas, que se analiza en el Capítulo III del informe, es un ejemplo.

Más allá del horizonte puede haber cielos despejados, pero todavía no hemos dejado atrás las nubes. Existen muchos riesgos y vulnerabilidades y la incertidumbre política es elevada. El vuelo hacia la normalización ha tenido que desviarse de su rumbo en algunas ocasiones. Para poder trazar un plan de vuelo sostenible es imprescindible utilizar por fin toda la potencia de los cuatro motores de la política económica, en lugar de recurrir a turbocompresores de corta duración. Adoptando un punto de vista a más largo plazo se pueden equilibrar mejor las necesidades de hoy y las de mañana.

Ahora me gustaría ceder el uso de la palabra a Claudio Borio, Jefe del Departamento Monetario y Económico, y Hyun Song Shin, Asesor Económico y Jefe de Estudios, que profundizarán en el contenido de los capítulos monográficos.