

17.01.2018

Los nuevos retos que afrontan los bancos centrales*

Russia and the world: values and virtues / Foro Gaidar

Luis M. Linde
Governador

* El 17 de enero de 2018, el gobernador Luis M. Linde participó en el Foro Gaidar de 2018 en el panel titulado «Los nuevos retos que afrontan los bancos centrales». El panel se estructuró en forma de debate, moderado por Ksenia Yudaeva, primera Subgobernadora del Banco Central de la Federación Rusa, con la participación de Jacob Aharon Frenkel, presidente de JPMorgan Chase International y exgobernador del Banco de Israel, y Petr Aven, presidente del Consejo de Administración de ABH Holdings S.A. Esta nota recoge las reflexiones sobre banca central en las que se ha centrado la intervención del gobernador.

I. Una mirada retrospectiva: tres hitos principales definen la economía mundial en el siglo XXI.

- **La globalización.** El período comprendido entre 1990 y principios de la década de 2000, se caracterizó por un intenso proceso de globalización, con un rápido crecimiento de las relaciones comerciales y financieras entre países. Por ejemplo, entre 2000 y 2007, las importaciones mundiales crecieron a un ritmo medio del 7,4% anual, aproximadamente el doble del crecimiento del PIB mundial. La banca internacional también registró una notable expansión, en términos tanto de actividades transfronterizas como de entrada a los sectores bancarios locales de otros países. La crisis supuso una inversión drástica y profunda de esta tendencia. El comercio cayó más de un 10% en 2009, un desplome extraordinario en términos históricos. Desde 2012, el comercio se ha recuperado gradualmente, a un ritmo más lento que antes de la crisis, con un crecimiento de las importaciones de alrededor del 3% anual. Los mercados financieros sufrieron un frenazo repentino en el otoño de 2008. El descenso de la actividad bancaria internacional fue especialmente acusado en las posiciones transfronterizas frente a las economías avanzadas, que disminuyeron un 20% entre 2008 y 2017, mientras que los préstamos transfronterizos concedidos a las economías emergentes aumentaron un 44% en el mismo período (debido, principalmente, a un volumen de crédito a China muy elevado).
- **La crisis financiera mundial.** Durante los años de expansión de la denominada Gran Moderación, que abarcó desde mediados de los años ochenta hasta la crisis, la economía mundial fue acumulando progresivamente altos niveles de deuda y de apalancamiento, propiciados por unas condiciones financieras favorables y la infravaloración del riesgo. Esta situación incrementó la vulnerabilidad de la economía mundial y generó una acumulación de burbujas, sobre todo en los sectores financiero e inmobiliario de las economías avanzadas. Lo que supuso una sorpresa generalizada fue la intensa profundidad y el carácter global de la crisis que estalló en 2008. En un contexto de elevada integración y de complejas interconexiones entre entidades financieras, la inestabilidad se extendió con rapidez a todos los mercados y economías, desembocando en la crisis financiera mundial más grave de los últimos 80 años. En la Unión Europea, la crisis se vio agravada por una doble recesión, que dificultó nuestra recuperación y puso de relieve, asimismo, la debilidad del marco institucional de la zona del euro.
- **Los cambios tecnológicos.** En el siglo XXI hemos sido testigos de una explosión de cambios tecnológicos que están reconfigurando la economía mundial, desde internet, hasta el *big data*, pasando por el comercio electrónico, los teléfonos móviles y la inteligencia artificial. En el sector financiero, las nuevas *FinTech* están poniendo en tela de juicio los tradicionales modelos de negocio bancario y están prestando servicios financieros de todo tipo, desde sistemas de pago hasta productos de ahorro, crédito, gestión de riesgos o asesoramiento financiero. Todo ello está incidiendo de forma importante en la productividad y la competitividad y en la mayor interconexión de la economía mundial.

II. Los bancos centrales han reaccionado a la crisis financiera mundial de tres maneras principales:

- **Política monetaria no convencional y altamente expansiva.** Los bancos centrales ya aplicaban tipos de interés próximos a cero en 2008. Pero la política de tipos de interés no fue efectiva por debajo del «límite inferior cero», que es básicamente la trampa de liquidez de Keynes con tipos de interés próximos a cero. Por tanto, se hizo necesario desarrollar nuevos instrumentos de política monetaria, que fue lo que se denominó «política monetaria no convencional», principalmente expansión cuantitativa y *forward guidance*. El resultado ha sido un significativo crecimiento del balance de los bancos centrales. En términos del PIB, el tamaño aproximado del balance de los bancos centrales antes de la crisis era del 12% en el Eurosistema, el 5% en Estados Unidos y el 20% en Japón. Estas cifras se han cuadruplicado o quintuplicado, y ahora se sitúan en alrededor del 40% en el Eurosistema (unos 4,4 billones de euros), del 24% en Estados Unidos (4.4 billones de dólares) y casi el 100% del PIB en Japón (5,2 billones de yenes).
- **Regulación y supervisión financieras más estrictas.** La regulación anterior a la crisis se basaba en la regulación y supervisión microprudenciales. La crisis puso de manifiesto que este marco ya no era eficaz para garantizar la estabilidad financiera en el nuevo entorno de mercados financieros globalizados y altamente interconectados. La respuesta se ha centrado en tres aspectos principales:
 - Reforzamiento del marco microprudencial con mayores requerimientos de capital (Basilea III) y nuevos marcos de resolución en la mayoría de las jurisdicciones;
 - Introducción de un marco separado y más estricto para las entidades financieras de importancia sistémica;
 - Desarrollo de un nuevo marco de política macroprudencial para afrontar el riesgo sistémico.
- **Mayor coordinación internacional.** El carácter global de la crisis exigió una respuesta global y nuevas instituciones internacionales para coordinar la regulación del sector financiero. A nivel mundial fuimos testigos de la creación del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) y de la intensificación de los trabajos del Comité de Basilea (BCBS). En el caso de la Unión Europea, hemos dado un paso importante hacia la integración financiera, especialmente con la activación de la Unión Bancaria, que actualmente se compone de dos elementos: el Mecanismo Único de Supervisión y el Mecanismo Único de Resolución. Hay un tercer pilar necesario, el Sistema Europeo de Garantía de Depósitos, que todavía es objeto de negociaciones políticas.

III. Cuatro grandes retos para los bancos centrales:

1. ¿Nos encontramos ante una «nueva normalidad» macroeconómica y qué implicaciones tiene para la política monetaria?

¿Una nueva normalidad?: Existe un debate sobre si nos enfrentamos a una nueva realidad estructural de estancamiento secular que define una «nueva normalidad» macroeconómica, caracterizada por un escaso crecimiento, una inflación reducida y bajos tipos de interés reales y

nominales. La mayoría de las estimaciones sugieren que el *tipo de interés natural* (es decir, el tipo de interés real acorde con la estabilidad de la inflación y un PIB en su nivel natural) se encuentra ahora en niveles mínimos históricos, posiblemente negativos. Algunos factores que pueden explicar esta situación son de carácter transitorio (como los procesos de desapalancamiento que aún están en marcha) y otros son de carácter más estructural (como el bajo crecimiento de la productividad y los factores demográficos). Todavía tenemos que profundizar en nuestro análisis para poder captar plenamente esta realidad de una «nueva normalidad».

Implicaciones para la política monetaria:

- **¿Un nuevo concepto de convencional?** La cuestión que se plantea es si la «nueva normalidad» debería traducirse en una «nueva convencionalidad» para la política monetaria. De hecho, es probable que las tasas de inflación y los tipos de interés reales se mantengan en niveles bajos en el futuro, por lo que los tipos de interés nominales también serán más bajos y, por ende, se situarán más cerca de su *límite inferior efectivo*, limitando su eficacia como instrumento de política monetaria, lo que posiblemente convierta la gestión de balance en un instrumento permanente. Existen algunos debates, que todavía no son concluyentes, sobre su eficacia marginal, el tamaño óptimo del balance y sus repercusiones sobre la estabilidad financiera. Este es un ámbito que también requiere un análisis más profundo.
- **Una vez que se cumplan las condiciones necesarias, la estrategia de salida de las políticas acomodaticias exigirá gradualidad y predictibilidad.** A medida que la recuperación cobre velocidad, y siempre que esto se traduzca en un ajuste sostenido de la inflación hacia su objetivo, la necesidad de respaldo por parte de la política monetaria tenderá a disminuir. No obstante, la persistencia de una reducida inflación y las implicaciones financieras de la normalización requieren un proceso gradual. La experiencia vivida en Estados Unidos en 2013, con el episodio conocido como *taper tantrum* (de fuertes turbulencias en los mercados por la especulación sobre la posibilidad de moderar el ritmo de expansión cuantitativa), nos mostró que los mercados pueden cambiar de sentimiento rápidamente y provocar un ajuste repentino de las variables financieras. La predictibilidad y una estrategia de comunicación clara serán importantes para evitar reacciones adversas de los mercados. También ayudarán a mitigar los efectos de contagio a terceros países. En cualquier caso, las economías emergentes se encuentran ahora mejor preparadas para gestionar este nuevo entorno, dada su mayor capacidad de resistencia y sus perspectivas de crecimiento más fuerte. Al mismo tiempo, tenemos que mantener una actitud vigilante ante las señales de sobrevaloración de los precios de los activos, la infravaloración del riesgo y los niveles excepcionalmente bajos de volatilidad esperada.
- **Riesgo de sobrecarga de la política monetaria:** Es importante subrayar que debemos evitar sobrecargar la política monetaria. El estancamiento secular exige una estrategia de políticas global; en concreto, tanto la política fiscal como las reformas estructurales tienen que desempeñar un importante papel de apoyo a la demanda y de aumento de la productividad y del crecimiento potencial.

2. Aplicación de la nueva regulación financiera

- **Un escenario más seguro / el reto de la aplicación.** La nueva regulación micro y macroprudencial y el reforzamiento del marco de supervisión proporcionan un escenario más seguro para el sector financiero. Las entidades financieras están sujetas a mayores requerimientos de capital, así como a una supervisión reforzada, con nuevos instrumentos para la identificación temprana de los riesgos financieros. Sin duda, si algo hemos aprendido de la crisis, es que siempre existe el riesgo de otra crisis y que no podemos repetir a la ligera la famosa frase de «esta vez es diferente». Pero ahora estamos mejor preparados. El reto principal está en aplicar plenamente las reformas y vigilar estrechamente su impacto en el sector financiero y, en caso necesario, ajustarlas.

- **La interrelación entre las políticas monetarias y macroprudencial.** En circunstancias generales, la política monetaria y la política macroprudencial se complementan mutuamente. Sin embargo, como mostró el período anterior a la crisis financiera mundial, puede haber períodos en los que conseguir los objetivos de política monetaria no garantiza necesariamente que se logren los objetivos macroprudenciales y viceversa —los bajos tipos de interés influyeron en los desequilibrios financieros y en la excesiva asunción de riesgos, mientras que la inflación se mantuvo contenida y la economía real no mostró presiones de recalentamiento—. Se trata de una relación de correspondencia que los bancos centrales tendrán que gestionar. Ayudaría diseñar una estructura institucional que garantice sinergias y coherencia entre las políticas monetaria, microprudencial y macroprudencial, pero que también separe el análisis *ex ante*, probablemente mediante sistemas del tipo muralla china.

3. El reto de las *FinTech*

- **Las *FinTech* están entrando gradualmente en el sector financiero.** Las tecnologías de la información pueden tener importantes implicaciones en términos de mayor competencia y de redefinición de la relación entre los consumidores y los proveedores de servicios financieros, fomentando las ganancias de eficiencia, una mejor inclusión financiera y mejoras de la calidad a través de servicios a medida. En comparación con otros sectores de la economía, el sector de la tecnología financiera está avanzando con lentitud, especialmente en Europa, dado que las nuevas empresas necesitan ganarse la confianza de los consumidores y de los inversores, una confianza que las entidades financieras tradicionales han adquirido a lo largo de mucho tiempo y que se ha mantenido anclada por una fuerte regulación y supervisión financieras.

- **Para los reguladores, el reto de las *FinTech* afecta al ámbito tanto prudencial como de la protección de los consumidores.**
 - Perspectiva prudencial: Los supervisores tienen que alcanzar el equilibrio adecuado entre catalizar la innovación y la eficiencia que pueden aportar las *FinTech*, y mantener al mismo tiempo la igualdad de condiciones regulatorias y un marco seguro y sólido. Tendríamos que tratar de aplicar la misma regulación a los mismos servicios. Ante la presencia cada vez más intensa de las *FinTech*, podría resultar útil poner mayor énfasis en regular los servicios, más que las entidades.

- Protección de los consumidores y de los inversores: Es esencial que los inversores y consumidores financieros conozcan a fondo las implicaciones de los servicios *FinTech*, incluido el riesgo de crédito, los riesgos de ciberseguridad o los riesgos de protección de la privacidad. Debemos reforzar nuestras políticas de información y de educación financiera en materia de servicios *FinTech*.

4. Cooperación internacional

- **Necesidad de coordinación.** En el entorno de mercados financieros transfronterizos y altamente interconectados, es fundamental que perseveremos en nuestro empeño por reforzar la coordinación financiera internacional. Tenemos que evitar los riesgos de arbitraje regulatorio o una carrera regulatoria de igualación a la baja entre jurisdicciones. Los foros internacionales, como el G-20, el Consejo de Estabilidad Financiera, el Comité de Basilea o el FMI, son esenciales en esta tarea.

El importante papel de las economías emergentes. La economía mundial muestra ahora un mayor equilibrio entre las economías avanzadas y las emergentes. En términos de PPA, China es la primera economía del mundo (representa el 18% del PIB mundial) y Rusia es la sexta (3% del PIB mundial). Compartimos la misma economía mundial, pero nuestras estructuras y ciclos económicos respectivos son diferentes. Necesitamos un análisis conjunto que nos permita aprender de nuestras experiencias mutuas, y es esencial que la coordinación y la regulación internacionales tengan en cuenta nuestras realidades.