

14.12.2018

La política económica frente a futuras crisis

Discurso del gobernador del Banco de España con ocasión de los 10 años de la caída de Lehman Brothers/Círculo de Economía de Barcelona

Pablo Hernández de Cos
Gobernador

Quiero empezar agradeciendo al Círculo de Economía de Barcelona su amable invitación para estar hoy con ustedes clausurando el ciclo de conferencias que han organizado con ocasión del décimo aniversario de la quiebra de Lehman Brothers. Si bien la crisis económica y financiera se debió a un conjunto amplio y complejo de factores, no cabe duda de que este evento ha quedado registrado en el imaginario colectivo como un momento de especial trascendencia, y marca de alguna manera el inicio simbólico de la crisis.

La última década nos ha dejado numerosas lecciones para el futuro, en particular en el ámbito de la gestión de las políticas económicas. Hoy voy a dedicar mi intervención a repasar los cambios acaecidos en estos años, a escala tanto internacional como nacional, con el objetivo de identificar las tareas pendientes, que condicionan nuestra capacidad de prevenir la aparición de nuevas crisis, o para mitigar sus efectos, en caso de que estas lleguen a materializarse.

Comenzaré por las reformas en el ámbito internacional, en particular, en la arquitectura financiera global y los riesgos derivados del proteccionismo comercial, cuya intensificación podría tener importantes efectos negativos sobre el crecimiento mundial a medio plazo. Seguidamente abordaré los cambios en la gobernanza del euro, para pasar después a referirme al papel desempeñado en los últimos años por la política monetaria. A continuación, me centraré en el caso español, en el que, tras una breve revisión de lo acontecido en los últimos años, repasaré los principales retos a los que se enfrentan las finanzas públicas, las políticas de oferta y el sector bancario.

Los avances en el diseño institucional y las políticas económicas supranacionales y sus retos

La reforma del sistema financiero internacional

En el ámbito internacional, la crisis financiera global dejó clara la necesidad de una reforma profunda de los marcos de regulación y de supervisión. Los esfuerzos de estos últimos años en este ámbito han dotado a los gestores de la política económica de instrumentos renovados y de nuevas herramientas con los que afrontar futuros riesgos relacionados con el sistema financiero, su estabilidad y su relación con el conjunto de la economía. Así, el G-20 impulsó, desde las fases iniciales de la crisis, una serie de reformas que abarcaron diversas áreas, incluyendo la regulación micro y macroprudencial bancaria, los estándares internacionales de contabilidad, y la regulación y el seguimiento de los sectores no bancarios, entre otras medidas. Actualmente nos encontramos en una fase de evaluación de la idoneidad de todos estos nuevos instrumentos, algunos de los cuales todavía no han sido testados en situaciones de crisis.

En materia microprudencial, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea puso en marcha una revisión profunda del marco regulatorio que pasaría a conocerse como «Basilea III», cuyo objetivo es incrementar la capacidad de resistencia del sistema bancario y reducir el impacto de las crisis financieras sobre la economía. Entre las principales reformas introducidas, cabe mencionar el aumento en la cantidad y la calidad del capital mínimo regulatorio, así como la creación de colchones de capital. Además, se han introducido nuevos requerimientos prudenciales, como los límites a las grandes exposiciones, una ratio máxima de apalancamiento y dos requisitos de liquidez, al tiempo que se ha iniciado la reforma de los marcos de evaluación de los riesgos de mercado y para titulizaciones.

Adicionalmente, en diciembre del año pasado, se cerró la segunda ola de reformas introducidas en el marco del Acuerdo de Basilea. Estas medidas se han focalizado en el cálculo de los activos ponderados por riesgo, es decir, el denominador de la ratio de capital, con el objetivo de mejorar la comparabilidad de las ratios de capital entre distintos bancos y jurisdicciones.

Otra de las lecciones que nos dio la crisis fue que es necesario prevenir y mitigar los efectos de la excesiva acumulación de riesgos en el conjunto del sistema financiero. Un marco regulatorio basado exclusivamente en aspectos microprudenciales resulta claramente insuficiente para cumplir con este propósito. En este sentido, se consideró necesario contar con nuevos instrumentos para ayudar a moderar y hacer frente a riesgos sistémicos cíclicos (como, por ejemplo, los asociados a la evolución del ciclo de crédito) o transversales (por ejemplo, los vinculados al riesgo derivado del tamaño, la complejidad y la densidad de las interconexiones entre entidades financieras, entre otros aspectos).

En lo que respecta a riesgos sistémicos cíclicos, se ha introducido el colchón de capital anticíclico, cuyo objetivo principal es prevenir los riesgos derivados del crecimiento excesivo del crédito a escala agregada. Por otra parte, sobre riesgos sistémicos transversales, el Consejo de Estabilidad Financiera impulsó un conjunto de medidas con el fin de reforzar los requerimientos de capital para bancos sistémicos, establecer requerimientos de supervisión más estrictos y marcos de resolución reforzados para estas entidades.

El desarrollo de la política macroprudencial también trajo aparejados cambios de índole institucional. En Europa se creó la Junta Europea de Riesgo Sistémico, encargada de la supervisión macroprudencial del sistema financiero de la Unión Europea (UE). Pero, al mismo tiempo, se hizo necesario crear un marco coordinado de actuación a escala nacional que permitiese efectuar el seguimiento de las distintas fuentes de riesgo sistémico y evaluar la adecuación de las nuevas medidas e instrumentos de política macroprudencial disponibles.

Conforme a esta hoja de ruta, en España, el Gobierno ha anunciado recientemente su voluntad de crear una autoridad macroprudencial integrada por representantes del Ministerio de Economía y Empresa, del Banco de España y de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Esta nueva autoridad se encargará de la supervisión macroprudencial del sistema financiero español, con el objetivo de contribuir a la prevención y la mitigación del riesgo sistémico.

La crisis también puso de manifiesto ciertas vulnerabilidades en los estándares internacionales de contabilidad por llevar a un reconocimiento tardío, y en una cuantía insuficiente, de las provisiones que eran necesarias para cubrir adecuadamente el riesgo de crédito. En respuesta a esta circunstancia, se impuso un modelo contable de pérdida esperada, que, junto con las reformas en materia prudencial, contribuyó a mejorar el reconocimiento del riesgo de crédito y a incrementar la capacidad de resistencia de las entidades ante deterioros sobrevenidos en su cartera crediticia.

Pero las reformas no solo se han dirigido a reforzar la capacidad de resistencia y alerta frente a diversos *shocks* y fuentes de riesgos, sino que también se han centrado en desarrollar mecanismos de resolución efectivos. De esta forma se busca solucionar el

problema denominado «demasiado grande para quebrar» (*too big to fail* en inglés). Este problema se hizo patente durante la crisis, cuando las autoridades de diversos países se vieron forzadas a rescatar con fondos públicos determinadas entidades debido a los serios efectos que sus quiebras hubiesen podido tener sobre el resto del sistema financiero y sobre la economía en su conjunto.

En el ámbito de la resolución se han desarrollado una serie de principios con el objetivo de garantizar una gestión ordenada de los bancos que atraviesan problemas severos de viabilidad, incluyendo el desarrollo de una herramienta de *bail-in* (recapitalización interna de la entidad) para permitir un proceso de resolución ordenada que minimice el impacto sobre la estabilidad financiera, asegure la continuidad de las funciones críticas que realiza el banco y minimice el uso de fondos públicos.

Además de las reformas ya comentadas, el G20 impulsó el fortalecimiento de la regulación y el seguimiento de la actividad de los intermediarios financieros no bancarios. El objetivo en este ámbito es mejorar el seguimiento de la evolución de este sector, así como valorar qué instrumentos del marco regulatorio deberían ser de aplicación en función de los riesgos que representan para la estabilidad financiera. Riesgos que, en determinadas circunstancias, pueden ser similares en sus efectos a los asumidos tradicionalmente por la banca.

En general, el conjunto de las medidas mencionadas ha generado un sistema financiero más saneado, resistente y diversificado, sin que se hayan producido efectos negativos sobre la provisión de crédito a la economía. En particular, desde 2011 los grandes bancos internacionales casi han duplicado su capital de máxima calidad, desde los 2 billones de dólares hasta los 3,7 billones en 2017. Además, desde que se iniciara la crisis, han reducido su nivel de apalancamiento a la mitad y han mejorado sus perfiles de liquidez, principalmente gracias a un incremento de los activos líquidos de alta calidad.

También se ha avanzado en otras dimensiones, como en la simplificación y la transparencia de los mercados de derivados OTC, incluido el uso de cámaras de compensación central, y se han tomado medidas para reducir algunos riesgos derivados de la intermediación financiera no bancaria.

No obstante, no puede obviarse la persistencia de algunos riesgos y vulnerabilidades. En primer lugar, si bien los grandes bancos están hoy menos apalancados, los niveles globales de endeudamiento se mantienen muy elevados. La deuda del sector público y del sector privado no financiero global se ha incrementado en unos 40 puntos porcentuales (pp) desde la crisis financiera y ha llegado al 250 % del producto interior bruto (PIB) mundial, con un importante aumento del endeudamiento público en las economías avanzadas y del privado en las emergentes, en particular en China.

En segundo lugar, se ha producido un incremento del peso de la financiación no bancaria. Así, el peso de los otros intermediarios financieros (OFI)¹ en el conjunto del sistema financiero mundial ha venido creciendo en los últimos años, hasta alcanzar un 30 % en diciembre de 2016, de acuerdo con los últimos datos disponibles. Esta tendencia se ve corroborada por la evolución de la intermediación financiera no bancaria que genera riesgos similares a los bancarios, que ha aumentado su peso en el sector financiero global, desde el 11,6 % de 2010 hasta el 13,4 % de 2016. Estas tendencias podrían tener implicaciones potencialmente importantes para el funcionamiento y la resistencia de los mercados financieros, en particular en momentos de estrés.

En tercer lugar, permanecen ciertos retos de implementación de algunas de las reformas aprobadas, en particular respecto al último paquete de reformas de Basilea III, acordado en diciembre de 2017.

Finalmente, este es el momento también de evaluar si las reformas aprobadas son efectivas y de identificar posibles consecuencias no deseadas. En este sentido, el FSB iniciará el año que viene una evaluación de las políticas acordadas para abordar el problema del *too big to fail*.

Revisando la globalización y las reglas del comercio mundial

Las consecuencias políticas y sociales de la crisis han tenido un impacto sobre la política económica en el ámbito de las políticas comerciales a escala global. Las tensiones comerciales y la proliferación de medidas proteccionistas constituyen uno de los peores legados de la respuesta de política económica de algunos países que nos está dejando el actual período poscrisis. De hecho, el proteccionismo es un importante factor de riesgo para la economía mundial en la actualidad, y los desarrollos más recientes no permiten descartar la perspectiva de una escalada adicional en estas tensiones, con severas consecuencias para el crecimiento global.

En la literatura académica existe un amplio consenso sobre los costes económicos del proteccionismo. En el corto y el medio plazo, las economías sobre las que se imponen las medidas proteccionistas ven reducidas sus exportaciones y su inversión, con los consiguientes efectos negativos sobre la evolución de su actividad.

Asimismo, los efectos sobre las economías que adoptan las medidas proteccionistas distan de ser positivos, dado que se enfrentan a un aumento en el precio de sus importaciones, lo que, a su vez, se traduce en costes de producción más elevados para sus empresas y un menor poder adquisitivo de sus hogares, lo que conlleva efectos adversos sobre el consumo y la inversión privados. Además, la incertidumbre asociada a las tensiones comerciales y el posible endurecimiento de las condiciones financieras puede desincentivar

¹ Los OFI son definidos por el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés) por exclusión. No es, por tanto, una definición estadística, ya que engloba varias categorías de las cuentas financieras nacionales: «Son todos aquellos intermediarios no bancarios que no son banco central, instituciones públicas, aseguradoras, fondos de pensiones o auxiliares financieros».

aún más la inversión y agravar el impacto negativo sobre la actividad y el potencial de crecimiento.

Las estimaciones de los principales organismos internacionales en relación con las tensiones comerciales recientes entre Estados Unidos y China apuntan a un impacto relativamente moderado de las medidas que están actualmente en vigor (inferiores a 0,5 pp del PIB en China y Estados Unidos, con un efecto aún más reducido sobre el PIB global). Sin embargo, la aplicación de medidas arancelarias y no arancelarias adicionales, como las anunciadas por las dos grandes potencias citadas, junto con el previsible deterioro de la confianza y de los mercados financieros al que podría dar lugar ese escenario, supondría unos costes mucho más elevados. Según el Fondo Monetario Internacional (FMI), podría restar, al cabo de tres años, cerca de 1 pp al PIB mundial, con un impacto más pronunciado en China (-1,5 pp) o Estados Unidos (-1 pp) que en otras zonas, como el área del euro, donde las pérdidas serían algo inferiores a 0,5 pp.

Otro caso de particular relevancia en la actualidad es el *brexit*, cuyos efectos sobre la economía del Reino Unido y de la UE pueden ser muy importantes. Dependiendo del futuro marco de relaciones que se establezca entre la UE y el Reino Unido, y de que la salida de la UE se produzca de una manera ordenada o no, las estimaciones más recientes, publicadas por el Banco de Inglaterra hace solo unos días, apuntan a unas pérdidas del PIB en el largo plazo para el Reino Unido que podrían ir desde alrededor de un 2 % del PIB, en el caso de una salida ordenada y un acuerdo futuro favorable, hasta caídas cercanas al 10 % del PIB si no se llega a un acuerdo y la salida de la UE es disruptiva y desordenada. En el caso de la UE, los costes serían inferiores, si bien, en el caso de un *brexit* duro, el impacto podría ser significativo para aquellos países con relaciones comerciales y financieras más estrechas con el Reino Unido, como Irlanda, Bélgica o los Países Bajos.

Por otra parte, la evidencia sugiere que un mayor proteccionismo eleva la vulnerabilidad de las economías ante perturbaciones negativas de origen interno. Esto se debe a que, a través del comercio internacional, los productores de un país pueden diversificar su negocio y hacer frente a fluctuaciones cíclicas de la demanda nacional. Este mecanismo de diversificación resulta aún más relevante en períodos de crisis, como se ha observado en el caso de las empresas españolas, que, ante la fuerte contracción de la demanda nacional durante las fases más recesivas de la última crisis, encontraron en las exportaciones la válvula de escape para poder mantener su actividad y limitar la pérdida de empleos.

Además, es importante subrayar que los efectos negativos del proteccionismo tienden a intensificarse en el largo plazo, debido al impacto dañino de las barreras comerciales sobre la competencia, la productividad, la innovación tecnológica y el crecimiento potencial.

En el contexto actual, caracterizado por el riesgo de mayores tensiones comerciales, adquieren aún más relevancia la revisión de las reglas de negociación del comercio mundial y la reforma de la Organización Mundial del Comercio (OMC), que ha constituido la base normativa para el desarrollo de los principales intercambios comerciales en las últimas décadas. De hecho, desde una perspectiva más amplia, las últimas reacciones políticas contrarias al libre comercio se suman a una crisis del sistema de comercio multilateral, cuyo origen sería anterior y más profundo. La seguridad proporcionada por las reglas comerciales permitió reducir los aranceles promedios entre Estados Unidos, Europa y Japón del 22 % en 1948 al 3 % en el año 2000. Sin embargo, en la última ronda de

negociaciones entre los países miembros de la OMC, llevada a cabo en Doha en 2001, se registraron progresos muy escasos y se evidenciaron los problemas estructurales que afectan en la actualidad a este sistema. En estos últimos, destacan, por una parte, el requerimiento de unanimidad entre los 164 miembros de esta organización para aprobar nuevas provisiones y, por otra, la existencia de un cuerpo de normas inadecuado para gestionar los retos de todo tipo que puso de manifiesto la adhesión de China a la OMC en 2001.

Una posible salida a la crisis del actual sistema de reglas mundiales de comercio y de la OMC, discutida recientemente, consistiría en pasar de un sistema multilateral, basado en la unanimidad, a un enfoque más flexible, que permitiese adoptar resoluciones en determinadas áreas con la aprobación de un número limitado de países, posibilitando posteriormente a otras economías la adhesión al acuerdo.

Asimismo, este enfoque multilateral podría utilizarse para aprobar reformas que traten de adecuar las normas de la OMC a los cambios recientes en la economía mundial, y restaurar así la confianza global en un sistema de comercio basado en el respeto a unas reglas claras y bien definidas, que ponga freno a la proliferación de medidas proteccionistas e impulse el crecimiento global en el largo plazo.

También cabe mencionar la necesidad de promoción de la apertura comercial en los servicios, donde las ganancias potenciales son todavía sustanciales. Por último, en el ámbito de las políticas nacionales, sería necesario que las autoridades adoptaran una serie de políticas (flexibilización de los mercados laborales, unas redes sólidas de seguridad social y un reforzamiento de las oportunidades de educación y formación) para abordar adecuadamente la distribución entre los distintos grupos de la población de los beneficios que puedan derivarse de los intercambios comerciales.

La nueva arquitectura institucional del euro

Uno de los elementos estructurales que más se han visto alterados como consecuencia de la doble crisis financiero-soberana en Europa es la arquitectura institucional del área del euro. En efecto, la crisis financiera reveló una serie de carencias y deficiencias en el diseño de la Unión Económica y Monetaria (UEM) en distintos ámbitos, como la inexistencia de mecanismos de estabilización fiscal en el conjunto del área, la ausencia de instrumentos de gestión de crisis o la incoherencia que suponían los esquemas de supervisión y la resolución bancaria nacional, en un contexto que puso de manifiesto la necesidad de avanzar hacia una verdadera integración financiera como consecuencia lógica de la propia unión monetaria. En este sentido, conviene recordar la escasa potencia de los mecanismos de compartición de riesgos entre países del área del euro a través de los mercados de capitales y del sistema bancario, sobre todo si se compara con otras áreas monetarias de este tamaño, como, por ejemplo, Estados Unidos.

Estas carencias han motivado, especialmente desde el surgimiento de la crisis de la deuda soberana en la primera parte de esta década, avances significativos en la reforma de la arquitectura institucional europea, como son el fortalecimiento de los mecanismos de supervisión de los desequilibrios fiscales y macroeconómicos, y la creación del Mecanismo Europeo de Estabilidad, el Mecanismo Único de Supervisión y el Mecanismo Único de Resolución.

A pesar de estas reformas, todavía persisten importantes limitaciones que hacen necesario seguir avanzando en la profundización de la UEM. En primer lugar, es preciso completar el segundo pilar de la unión bancaria, mediante la creación de un respaldo financiero común al Fondo Único de Resolución que garantice su suficiencia financiera. Además, la puesta en marcha de un sistema europeo de seguro de depósitos resulta esencial para garantizar el mismo nivel de protección a todos los depositantes del área del euro, reducir el riesgo de retiradas masivas de depósitos en situaciones de estrés financiero y debilitar el vínculo perverso entre riesgo soberano y riesgo bancario.

En el ámbito de la resolución, en línea con las iniciativas internacionales, en Europa, la directiva de resolución estipula un requerimiento mínimo de fondos propios y pasivos elegibles en caso de resolución. La aplicación de esta directiva plantea algunos retos, en particular en términos de la transición hacia el cumplimiento de esos nuevos requisitos por parte de las entidades, a los que luego me referiré en el caso de las entidades españolas. Además, como ha señalado recientemente el FMI, sería conveniente evaluar la idoneidad de las estrategias de recapitalización interna en el caso de crisis sistémicas por sus potenciales efectos negativos sobre el conjunto del sistema financiero, que pueden acabar elevando las pérdidas sociales y el impacto negativo sobre los contribuyentes.

Para continuar avanzando en la reducción del riesgo de fragmentación financiera dentro del área del euro, se deben potenciar más los canales privados de compartición de riesgos, como el canal del crédito y el de los mercados de capitales, para que trabajen junto con los mecanismos públicos de compartición de riesgos. Para ello sería preciso, en primer lugar, remover los obstáculos que dificultan la creación a medio plazo de una verdadera banca paneuropea minorista. Entre estos destacarían: la creación del fondo único de garantía de depósitos, el tratamiento de la zona del euro como una jurisdicción única a efectos regulatorios y, sobre todo, hacer llegar la presión del mercado sobre amplios segmentos del sistema bancario europeo, como la banca pública, las cooperativas y las cajas de ahorro.

En segundo lugar, habría que avanzar en las distintas iniciativas de la Unión de Mercados de Capitales. El desarrollo de este proyecto debería dar paso a unos mercados de capitales más eficientes e integrados, que permitan diversificar y ampliar las fuentes de financiación de las empresas europeas y moderar su excesiva dependencia de la financiación bancaria. Se trata, no obstante, de un objetivo complejo que requiere acciones en diversos frentes, que comprenden el desarrollo de infraestructuras de mercado, la revisión y la armonización de la regulación y de la supervisión de mercados y de los procedimientos de insolvencias, y la eliminación de los sesgos a la financiación con deuda que existen en los sistemas tributarios de algunos países.

También resulta necesario avanzar hacia un marco de gobernanza presupuestaria que permita un aumento de la capacidad estabilizadora de la política fiscal en el área del euro en épocas de crisis. Para ello, los países deberían aprovechar la actual fase expansiva para generar márgenes de maniobra que sirvan de estabilizadores en futuras crisis, ya que la política fiscal nacional seguirá siendo la primera línea de defensa.

Por su parte, una unión fiscal con compartición de la responsabilidad sobre aquellos riesgos macrofinancieros que ya son supervisados de forma común, además de mejorar los

incentivos, favorecería la sostenibilidad de las finanzas públicas y la estabilidad macroeconómica del área.

Pero también son necesarias reglas fiscales claras y estrictas para los Estados miembros. La simplificación del complejo entramado de reglas y procedimientos que conforman actualmente el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, una mayor automaticidad de las reglas y el fortalecimiento de las instituciones fiscales independientes, así como del Consejo Fiscal Europeo, podrían contribuir también a ese objetivo. Asimismo, el desarrollo de una capacidad fiscal común que permita definir y aplicar un tono fiscal agregado en el área permitiría suplementar el margen de actuación fiscal nacional y, como he señalado, complementar los esfuerzos estabilizadores de la política monetaria.

Completar el actual diseño de la UEM y dotarla de una gobernanza sólida son cuestiones prioritarias y requerirán, en todo caso, amplios consensos y voluntad política.

La política monetaria

Permítanme discutir a continuación el papel que ha desempeñado la política monetaria en estos años y el que podría desempeñar frente a futuras crisis.

Con la llegada de la última crisis, los bancos centrales redujeron drásticamente sus tipos de interés, alcanzando rápidamente niveles muy cercanos a cero y, en algunos casos, como el del Banco Central Europeo (BCE), situándose incluso en terreno negativo. En ese entorno, los bancos centrales tuvieron que poner en marcha una serie de medidas novedosas, que se han denominado «no convencionales». Entre estas, cabe destacar los programas de compra de activos a gran escala, la concesión de crédito a medio y largo plazo al sector bancario en condiciones ventajosas, y los anuncios sobre el curso futuro de la política monetaria, conocidos como *forward guidance*.

La evidencia empírica muestra que todas estas medidas fueron eficaces a la hora de amortiguar los efectos de la crisis económica y apoyar la posterior recuperación, y forman ya parte del instrumental operativo de los bancos centrales para el futuro. En este contexto, ¿cuál puede ser el margen de actuación de la política monetaria frente a futuras crisis?

A medida que las perspectivas de inflación vayan mejorando en el futuro, cabe esperar que los tipos de interés aumenten gradualmente hacia su nivel de equilibrio en el largo plazo. La distancia entre este nivel y la cota inferior efectiva de los tipos de interés –es decir, el nivel por debajo del cual reducciones adicionales de los tipos serían contraproducentes para estimular la economía– determinará el margen de maniobra futuro de la política monetaria convencional. En el área del euro, sabemos ya que la cota inferior de los tipos no es cero, como tradicionalmente se pensaba, sino un número negativo que, si bien es difícil de cuantificar, probablemente no está muy por debajo del nivel actual del tipo de interés de la facilidad de depósito, del $-0,40\%$.

En cuanto al largo plazo de los tipos de interés, la teoría económica y la evidencia empírica sugieren que este depende, entre otros factores, de la demografía. Concretamente, en las últimas décadas, la evolución demográfica en los países de nuestro entorno, caracterizada por tasas de natalidad decrecientes, aumentos en la esperanza de vida y subidas en los ratios entre jubilados y trabajadores, habría reducido el tipo de interés de equilibrio en el

largo plazo o «tipo natural» y, seguramente, continuará haciéndolo en el futuro. Por tanto, los patrones demográficos estarían contribuyendo a estrechar progresivamente el margen de actuación de los bancos centrales para reducir sus tipos de interés ante perturbaciones desinflacionarias como las que hemos sufrido durante buena parte de la última crisis.

Una herramienta que puede aliviar esta previsible pérdida de margen para la política de tipos son las medidas de *forward guidance*. En los últimos años, una vez que los tipos a corto plazo alcanzaron su límite inferior, los anuncios de los bancos centrales en los que se comprometían a mantener los tipos de interés en niveles reducidos durante períodos prolongados han resultado eficaces para aplanar la curva de tipos y reducir la incertidumbre en torno a la posible evolución futura de los tipos de interés y, de esta forma, mejorar las condiciones financieras para la economía real.

Otras herramientas que también proporcionan estímulo cuando los tipos de interés ya no pueden hacerlo son las medidas de expansión del balance de la autoridad monetaria. En los últimos años, los principales bancos centrales del mundo han recurrido a ellas con notable intensidad, incluido, como saben, el BCE. En particular, en el Eurosistema, la expansión del balance ha reflejado, principalmente, las operaciones de refinanciación a largo plazo y el programa de compra de activos. Estas medidas han sido eficaces a la hora de relajar las condiciones financieras en el área del euro y, en última instancia, el ajuste de la inflación hacia su objetivo. La política de reinversión de activos del BCE, cuyas líneas maestras fueron reajustadas ayer mismo, busca preservar el estímulo monetario proporcionado por el programa de compra de activos mediante la reinversión plena de los activos que se integran en la cartera del programa, según vayan venciendo.

En definitiva, la política monetaria seguirá teniendo herramientas para combatir futuras crisis económicas y financieras; herramientas que, sin embargo, se enfrentan, lógicamente, a limitaciones, por lo que su papel no debe sobreenfatizarse, sino más bien complementarse por medio de la aplicación de reformas estructurales y políticas fiscales que favorezcan el crecimiento, como viene reclamando el Consejo de Gobierno del BCE en los últimos años.

Los avances en las políticas económicas nacionales y sus retos

La economía española se mantiene en una senda de crecimiento que comenzó a finales de 2013, sobrepasando desde mediados de 2017 el nivel del PIB anterior a la crisis. A este dinamismo económico han contribuido algunas reformas estructurales puestas en marcha durante la recesión, entre las que destacan, en el ámbito interno, las del mercado laboral, la reestructuración y el saneamiento de las entidades de crédito, las relativas al sistema de pensiones o los avances en el proceso de consolidación fiscal.

Estas reformas han contribuido, sin duda, a corregir en gran medida algunos de los desequilibrios principales que presentaba la economía española en el período anterior a la crisis: en particular, los elevados niveles de deuda del sector privado, la baja competitividad, el desequilibrio excesivo de la cuenta corriente o el excesivo peso del sector inmobiliario. Asimismo, las actuaciones de política económica han permitido el avance en la corrección de los problemas a los que se enfrentó el sector financiero en los momentos más intensos de la crisis reciente.

No obstante, la recuperación se ha beneficiado, asimismo, de una serie de factores de carácter exógeno respecto a la propia política económica nacional y que presentan distintos grados de persistencia. Entre estos factores, destacan el papel desempeñado por la política monetaria del BCE, la significativa reducción del precio del petróleo entre mediados de 2014 y principios de 2016, y, hasta finales del pasado año, la mejora de los mercados exteriores, en un contexto de recuperación de la economía mundial.

Ahora bien, cabe esperar que, en el futuro, el papel de los anteriores factores tienda a agotarse. También resulta relevante la previsible pérdida de impulso de los efectos expansivos de las políticas de demanda. En este contexto, resulta particularmente deseable que gane protagonismo un renovado impulso reformista, orientado a corregir las vulnerabilidades que todavía persisten en la economía española.

La política fiscal

Empezaré por la situación de la política fiscal. Durante la pasada década, las autoridades españolas tuvieron que acometer el ajuste fiscal necesario para garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas. Este proceso ha llevado al déficit público en relación con el PIB desde el máximo del 11 % registrado en 2009, hasta el 3,1 % del pasado año.

Pese a esta reducción del déficit, las cuentas públicas españolas siguen presentando elementos significativos de vulnerabilidad. Por un lado, en 2018, el déficit público estructural (ajustado del ciclo) se situará todavía en alrededor del 3 % del PIB, según las estimaciones de la Comisión Europea, el más elevado de la UEM. Por otro lado, la deuda pública, aunque muestra una ligera senda descendente desde el máximo histórico del 100,4 % alcanzado en 2014, se sitúa en la actualidad todavía en un nivel muy elevado, en torno al 98 % del PIB.

La evidencia empírica revela que el mantenimiento de un nivel muy alto de deuda pública, durante un período prolongado, tiende a obstaculizar el crecimiento económico porque se convierte en una fuente de vulnerabilidad y reduce la capacidad estabilizadora de los presupuestos públicos ante posibles recesiones.

Las simulaciones efectuadas en algunos trabajos publicados por el Banco de España muestran que, bajo supuestos verosímiles, el proceso de reducción de la deuda pública española será muy gradual; es posible que transcurran incluso varias décadas hasta que se alcance una ratio de deuda en relación con el PIB del 60 %, el valor de referencia del marco actual de reglas fiscales europeas.

A la luz de estas consideraciones, resulta prioritario que se aproveche el actual contexto económico favorable para reducir las vulnerabilidades provenientes del ámbito de las finanzas públicas y crear márgenes de maniobra presupuestarios para afrontar futuras crisis. El esfuerzo pendiente debería articularse mediante un programa de medio plazo en el que se detallen las medidas que permitan la consecución de los objetivos presupuestarios, así como una previsión prudente de la evolución macroeconómica y de los ingresos públicos.

Este proceso de reducción de los desequilibrios fiscales debe ser, además, compatible con una mejora de la calidad de las finanzas públicas. En este sentido, la composición del ajuste

de ingresos y gastos de dicho programa es muy relevante para alcanzar los objetivos sin obstaculizar el crecimiento económico. A esto último también contribuiría la combinación de los esfuerzos de consolidación fiscal con otras reformas estructurales.

La reducción de la vulnerabilidad de las finanzas públicas en nuestro país resulta más importante aún si cabe cuando se tiene en cuenta el reto a medio y largo plazo que supone el envejecimiento poblacional. Las estimaciones más recientes anticipan un incremento significativo del gasto público en pensiones, sanidad y cuidados de larga duración derivado del aumento sustancial en la tasa de dependencia, que, incluso en las proyecciones demográficas más optimistas, pasaría del 25 % actual a superar el 50 % a mediados del presente siglo.

En el caso del sistema de pensiones, las reformas de 2011 y 2013 incluían algunos elementos de ajuste que permitían contrarrestar de manera significativa el efecto del incremento esperado de la tasa de dependencia en el largo plazo. Sin embargo, los últimos desarrollos legislativos han relajado la puesta en marcha de estos mecanismos, con el retraso de la aplicación del factor de sostenibilidad hasta 2023 y, sobre todo, la vuelta a un sistema de revalorización anual de las pensiones en línea con el índice de precios de consumo. La reintroducción permanente de este sistema de indexación generaría, de acuerdo con los cálculos del Banco de España, un incremento adicional del gasto superior a 3 pp del PIB en el año 2050. En consecuencia, garantizar la sostenibilidad financiera del sistema público de pensiones requerirá medidas adicionales por el lado de los ingresos o de los gastos del sistema que compensen esta carga adicional.

Las reformas estructurales pendientes

En el contexto descrito con anterioridad, caracterizado por la necesidad de dar relevo a las políticas de demanda para apuntalar la actual fase expansiva y aumentar el potencial de crecimiento, resulta particularmente deseable que ganen protagonismo las medidas dirigidas a corregir las vulnerabilidades de carácter estructural presentes en nuestra economía y a aumentar su capacidad para adaptarse a las perturbaciones futuras.

Las reformas estructurales acometidas en España a lo largo de los últimos años han contribuido a que la economía sea más resistente y adaptable ante situaciones adversas. Esto resulta especialmente interesante en un entorno global que se vislumbra mucho más cambiante e incierto. Entre los elementos que proporcionan una mayor resistencia y flexibilidad, cabe destacar aquellos aspectos de las reformas laborales que dotan a las empresas de mayor flexibilidad interna. Esta flexibilidad permite disponer de herramientas adicionales de ajuste de los costes laborales ante una situación adversa de carácter transitorio, frente al mecanismo tradicional, consistente en el despido de trabajadores, principalmente de aquellos con contrato temporal.

Otras reformas han favorecido también la mejor asignación de los recursos del sistema financiero a los nuevos proyectos de inversión, con mayor potencial. Destacan la reforma del sistema financiero y las distintas reformas de la Ley Concursal.

A pesar de estos cambios, la economía española sigue teniendo por delante retos estructurales muy importantes que limitan su crecimiento potencial. Querría destacar tres:

el envejecimiento de la población, la elevada tasa de paro y el bajo crecimiento de la productividad.

El envejecimiento poblacional tiene consecuencias para la efectividad de las políticas macroeconómicas tradicionales, para la sostenibilidad de las cuentas públicas y para el propio crecimiento de la productividad. Afrontar este reto requiere una política multidisciplinar que incentive la participación de los trabajadores de más edad, revise la política migratoria para tratar de acompañarla a las necesidades del mercado de trabajo y fomente la natalidad para acercarla a las tasas de otros países europeos, favoreciendo la conciliación laboral y familiar, y reduciendo la inestabilidad laboral en los años de edad fértil.

Por otro lado, la elevada tasa de paro sigue siendo un importante lastre para el crecimiento y el bienestar. En particular, es especialmente preocupante que prácticamente la mitad de los desempleados lleven en esta situación más de un año y que para los grupos de población con menor formación la tasa de paro supere el 25 %. El fuerte desajuste de cualificaciones entre empleados y parados que suele darse en estos casos sugiere la necesidad de que las políticas activas de empleo se encaminen a favorecer la empleabilidad de cada grupo sociodemográfico con aquellos instrumentos que se haya probado que son más efectivos para cada uno. Para ello resulta necesaria una evaluación rigurosa de todos los programas existentes.

Además de consideraciones de eficiencia económica, como pone de relieve un análisis reciente del Banco de España, la reducción del paro tiene un reflejo directo en la mejora de los índices de desigualdad. Este efecto positivo del empleo sobre la desigualdad de rentas se vería reforzado mediante una reducción en el elevado grado de temporalidad en el mercado de trabajo, siempre y cuando dicha reducción no se alcance a costa de reducir los incentivos para la contratación indefinida.

En cuanto a la productividad, España presenta unos niveles medios reducidos, en comparación con los niveles internacionales. Mejorar la dinámica de esta variable exige actuaciones en distintos ámbitos. En particular, exige mejoras en capital humano y tecnológico. En este sentido, resulta necesario reforzar el marco legal educativo para mejorar su calidad y afrontar los retos que plantean la globalización, el progreso tecnológico y la automatización de tareas. Esta reforma debería también favorecer la innovación en la universidad y que esta fluya hacia el tejido productivo.

Asimismo, a pesar de que en la última década las empresas con mayor productividad han ido ganando peso en sus respectivos sectores, aún existen ciertos obstáculos que limitan la asignación eficiente de recursos. En concreto, es necesario analizar el grado de competencia empresarial en aquellos sectores que presenten márgenes de beneficio más elevados y persistentes. Resultaría también deseable reducir la incidencia de aquellos factores que impiden el crecimiento de las empresas más productivas. En este sentido, deberían revisarse los umbrales regulatorios contingentes al tamaño de la empresa existentes en la legislación.

Avanzar de manera decidida en esta agenda de reformas estructurales resulta crucial para aumentar el crecimiento de largo plazo de la economía y sentar las bases para una sociedad que proporcione más oportunidades a sus ciudadanos. Muchas de las políticas a las que me he referido anteriormente favorecen tanto la reducción de los desequilibrios

estructurales de la economía como la disminución de la desigualdad, por lo que debería ser posible alcanzar amplios consensos que lleven a su aprobación, a pesar de las dificultades obvias que plantea la actual situación de fragmentación política.

Los retos del sector financiero

Tras la última crisis, la banca española ha llevado a cabo un intenso proceso de saneamiento, recapitalización y reestructuración que, en los últimos cuatro años y medio, ha mejorado notablemente la situación del sector en parámetros básicos, como la calidad de sus activos o sus niveles de rentabilidad y solvencia.

Comenzando por la calidad de los activos, entre diciembre de 2013 y junio de 2018, la reducción de préstamos dudosos y de activos inmobiliarios adjudicados ha sido muy notable. De igual modo, la rentabilidad sobre recursos propios ha vuelto a registros positivos y superiores a la media en la zona del euro desde el desplome en 2012, cuando se situó en el -25 %. La ratio de capital total, por su parte, ha aumentado 1,7 pp en los cuatro últimos años, mientras que las ratios de apalancamiento y de liquidez se encuentran por encima del promedio europeo. De hecho, los recientes ejercicios de estrés de la Autoridad Bancaria Europea y del Banco de España muestran una considerable capacidad de resistencia de la solvencia de las entidades españolas frente a escenarios adversos.

Sin embargo, aun reconociendo los significativos avances logrados en los últimos años, el sector bancario español sigue enfrentándose a retos de calado, que, en gran medida, comparte con otros sistemas bancarios de la UEM. Los principales desafíos son: i) acelerar la venta de activos improductivos; ii) fortalecer el capital y los pasivos susceptibles de recapitalización interna; iii) reforzar la reputación del sector evitando el riesgo de conductas inapropiadas; iv) afrontar el reto de la rentabilidad sin una indebida relajación de los estándares de concesión de crédito, y v) avanzar en el aprovechamiento de las nuevas tecnologías, que, aunque representan un gran reto para el sector, al mismo tiempo suponen una oportunidad para las entidades que sepan aprovecharlas. En suma, comunidad supervisora y entidades financieras compartimos retos de futuro para asegurar un sistema financiero más estable y que ofrezca mejores servicios a la sociedad.

Conclusión

En esta intervención he repasado el margen y los instrumentos de los que dispone la política económica, actualmente, para hacer frente a futuras crisis.

Me he referido, en primer lugar, a aquellos elementos (como son las reformas en la arquitectura institucional del euro, la reforma del sistema financiero internacional o la evolución de las reglas del comercio mundial, que condicionarán cada vez más la política económica nacional).

A continuación me he centrado en las políticas monetaria y fiscal, que son las herramientas principales de gestión del ciclo económico, argumentando que, en la actualidad, y por razones diferentes, ambas disponen de un margen de actuación más limitado que en el pasado reciente.

Por ello, y como conclusión fundamental, en mi opinión, resulta necesario aprovechar el actual momento cíclico en España, todavía favorable, para crear márgenes de actuación presupuestaria ante futuras recesiones e introducir reformas estructurales que tomen el relevo de las políticas expansivas de demanda de los últimos años a fin de dar continuidad a la actual fase de crecimiento económico y aumentar el potencial de crecimiento de nuestra economía.

En suma, la política económica pone a nuestra disposición un conjunto de instrumentos, tanto nacionales como europeos y globales, que debemos utilizar de manera adecuada, si no queremos repetir los errores del pasado, de manera que nos preparemos para la siguiente crisis económica, que, ciertamente, vendrá. El aniversario de la caída de Lehman Brothers, hace ahora diez años, y la crisis económica y financiera que hemos sufrido particularmente en España deberían espolearnos a avanzar de manera decidida en el impulso reformista para que –parafraseando a la recientemente galardonada con el Premio de Economía Rey Juan Carlos, Carmen Reinhart– la próxima vez sí sea diferente.