

05.03.2018

Los nuevos retos de los bancos centrales

Colegio de Ingenieros de Caminos

Luis M. Linde
Gobernador

Quiero empezar agradeciendo al Colegio de Ingenieros de Caminos su invitación para inaugurar este ciclo de encuentros con organismos reguladores. Muchas gracias al Presidente del Colegio, a su Junta Directiva y a todos ustedes por su presencia.

La gran crisis financiera internacional que se inició en 2007 ha dado lugar a diferentes transformaciones y a la aparición de nuevos desafíos. Los bancos centrales estamos, hoy, en una situación bastante distinta y novedosa respecto a cómo estábamos antes de la crisis hace, digamos, diez años, y nos vemos afectados por un debate sobre nuestras funciones en la economía y las orientaciones de nuestras políticas.

En la última década, los bancos centrales han multiplicado los estímulos monetarios y se han producido profundos cambios en los objetivos e instrumentos de las políticas monetarias y regulatorias aplicadas. Ahora estamos saliendo de la crisis y eso está dando más interés, si cabe, al debate sobre el papel que los bancos centrales deben jugar y si las políticas impulsadas en los últimos años deben ser mantenidas, o deben ir siendo abandonadas, y a qué velocidad y en qué medida hacer una cosa u otra.

Los retos a los que se enfrentan los bancos centrales pueden agruparse en tres áreas:

- primero, lo que se está etiquetando como la "nueva normalidad" en la macroeconomía y sus implicaciones para la política monetaria;
- segundo, el desafío para las políticas de regulación financiera;
- y tercero, los nuevos retos que plantea la innovación financiera y las nuevas tecnologías.

El impacto de la crisis en la política monetaria

Pero antes de entrar en estos retos creo que puede ser útil dar un breve paso atrás para recordar de dónde venimos. Sólo podemos comprender los desafíos de hoy si tenemos en cuenta los cambios, a veces profundos, que se han producido en los bancos centrales como respuesta a la crisis.

La crisis financiera global se produjo tras un proceso de acumulación de burbujas en las economías avanzadas, principalmente en los sectores financiero e inmobiliario, un proceso favorecido por condiciones de financiación fácil en un entorno en el que los riesgos no se valoraban adecuadamente.

En todo caso, lo que sorprendió fue la intensidad y la naturaleza global de la crisis que estalló en 2008. Con unos mercados financieros altamente integrados y con complejas interconexiones, la inestabilidad se extendió rápidamente, llevando a la crisis financiera más grave desde la II Guerra Mundial. En la Unión Europea, la crisis se vio, además, agravada por una doble recesión, que ha prolongado el período de recuperación y ha revelado también la debilidad del marco institucional de la zona del euro.

La crisis también rompió el, digamos, "manual" de las políticas monetaria y regulatoria que venían aplicando los bancos centrales.

Antes de la crisis, la política monetaria en las economías avanzadas se definía básicamente por los objetivos de inflación y un instrumento principal, la tasa de interés. Paralelamente, el objetivo de la estabilidad financiera se trató principalmente con la regulación y supervisión

microprudencial. Este marco generalmente era coherente con el objetivo del crecimiento económico, dado que se estimaba que el control de la inflación era el mejor medio para lograr que la economía se acercara a su crecimiento potencial.

La crisis mostró que este marco ya no era válido. El control de la inflación, aunque sigue siendo una condición necesaria, no es suficiente para garantizar el crecimiento; y la regulación microprudencial ya no era efectiva, por sí misma, para garantizar la estabilidad financiera.

Como consecuencia, los bancos centrales han adaptado sus políticas, que ahora son más complejas en términos de objetivos e instrumentos.

La política monetaria se ha tenido que enfrentar al problema de los que se conoce como el "límite inferior cero" de los tipos de interés. Se trata, básicamente, de la situación que Keynes bautizó como "trampa de liquidez": los tipos de interés próximos a cero dejan de ser un instrumento efectivo de política monetaria. Esto ha llevado al desarrollo de nuevos instrumentos, la denominada "política monetaria no convencional", que incluye, principalmente, la expansión cuantitativa, compras de activos financieros privados y públicos, así como la explicación y señalización de la política monetaria que se va a aplicar en el futuro, lo que se denomina en inglés "*forward guidance*".

El resultado ha sido un gran aumento en el balance de los bancos centrales de los países avanzados, que se han multiplicado entre cuatro y cinco veces. En el caso del Eurosistema, el balance del BCE suponía el 12% del PIB de la zona euro antes de la crisis y ahora se cifra en torno al 40%, alrededor de 4.4 billones de euros.

Por su parte, la política de supervisión ha tenido que afrontar el desafío de la inestabilidad macrofinanciera en un contexto de mercados altamente interconectados a nivel mundial. En este área, la respuesta se ha centrado en tres niveles.

En primer lugar, un reforzamiento de la regulación microprudencial, con la nueva normativa de Basilea III, que incluye mayores requerimientos de capital y un marco más estricto para las instituciones financieras de importancia sistémica. En segundo lugar, el desarrollo de un nuevo instrumento, la política macroprudencial, que aborda el riesgo sistémico y el comportamiento pro-cíclico del sistema financiero en su conjunto. Y, en tercer lugar, una mayor coordinación internacional de la regulación, necesaria ante la realidad de mercados financieros globalizados. En el marco de la coordinación destacan la creación del Consejo de Estabilidad Financiera y, en el caso de la Unión Europea, la activación de la Unión Bancaria, empezando por el MUS y el Mecanismo Único de Resolución.

La nueva política monetaria

Paso ahora a los desafíos a los que se enfrentan los bancos centrales y el primero es, desde luego, identificar lo que se entiende por "nueva normalidad".

Una pregunta que está centrando los debates de política económica es si las economías avanzadas se encuentran bajo una nueva realidad de estancamiento secular, que define una "nueva normalidad", caracterizada por bajo crecimiento, baja inflación y bajas tasas de interés.

Estamos viendo cómo, a pesar de la disminución de las tasas de desempleo y el cierre de las distancias entre producto potencial y real, las tasas de inflación siguen siendo persistentemente bajas. Hay una serie de factores que pueden explicar este comportamiento. Algunos son transitorios, como el insuficiente incremento del empleo, o el impacto de los procesos de desapalancamiento en algunas economías. Pero también hay elementos de naturaleza más estructural, incluidos el efecto de la globalización y el progreso tecnológico, o los factores demográficos.

En todo caso, es importante subrayar que hay otras políticas aparte de la política monetaria. En particular, tanto la política fiscal, como las reformas estructurales tienen un papel importante que desempeñar para apoyar la demanda, impulsar las tasas de interés reales y aumentar la productividad y el crecimiento potencial.

Respecto a la política monetaria, la pregunta central que se está planteando es: ¿en qué medida la macroeconomía de la "nueva normalidad" debería conducir a un nuevo "modelo convencional" para la política monetaria? En particular, se plantea si la gestión del balance del banco central se consolidará como una parte permanente de los instrumentos normales de política monetaria. Las estimaciones, aunque sujetas a gran incertidumbre, apuntan a que los tipos de interés reales y la inflación se mantendrán en niveles bajos, de manera que los tipos nominales también serán bajos, lo que limitará su efectividad como instrumento de política monetaria.

En este contexto, es probable que los bancos centrales conserven el uso de las políticas monetarias no convencionales. El análisis de estas políticas está derivando en debates, aun no concluyentes sobre su efectividad, el tamaño óptimo del balance de los bancos centrales o sobre el impacto que podrían tener en términos de estabilidad financiera y la situación fiscal a medio y largo plazo.

Ciertamente, 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 a la economía por parte de la política monetaria tenderá a disminuir. La Reserva Federal de los EEUU ya ha comenzado el proceso de reducción del balance a un ritmo gradual y predecible, y el BCE ha desacelerado el ritmo de aumento del suyo. Por otra parte, esta reducción de los estímulos ampliará el margen de la política monetaria para poder actuar de manera efectiva frente a posibles crisis futuras.

La estrategia de normalización de la política monetaria solo puede ser lenta y tendrá que aplicarse de manera y predecible, vigilando muy de cerca su impacto, tanto en el crecimiento económico y la inflación, como en la estabilidad financiera.

Viene al caso recordar que en 2013, los mercados interpretaron con cierta precipitación algunas manifestaciones de la Reserva Federal, cuya aclaración o corrección dio lugar a un episodio de turbulencias, debido a los diferentes previsiones acerca de a qué velocidad iba a abandonarse o suavizarse la política monetaria expansiva. Aquel episodio ha sido una enseñanza para todos los bancos centrales que han aplicado políticas no convencionales, en dos sentidos: la política monetaria debe corregirse muy despacio y la corrección debe ser predecible por los mercados. En suma, la predictibilidad y una estrategia de comunicación clara serán importantes para evitar reacciones adversas de los mercados.

La regulación y supervisión financiera

La segunda área que quería mencionar son los desafíos en regulación y supervisión financiera. Como señalaba, la crisis ha llevado a una revisión muy amplia de la regulación financiera, centrada en tres áreas principales: el reforzamiento de la regulación microprudencial; el desarrollo de la regulación macroprudencial; y una intensificación de la coordinación internacional.

Estas nuevas regulaciones proporcionan un escenario de mayor seguridad para el sector financiero. Si algo hemos aprendido en los últimos años es que siempre existe el riesgo de otra crisis. Pero creo que estamos ahora mejor preparados. Las nuevas regulaciones imponen mayores requisitos de capital a las instituciones financieras y una supervisión más estricta, incluidos nuevos instrumentos para la identificación temprana de los riesgos financieros.

El principal desafío para la política regulatoria es ahora implementar completamente las reformas aprobadas y seguir de cerca su impacto en el sector financiero, y, en su caso, calibrar el nuevo marco regulatorio. Junto a este reto general, señalaría dos elementos que condicionarán la gestión de la política regulatoria.

En primer lugar, la interrelación entre la política monetaria y la macroprudencial. En general, ambas políticas pueden ser complementarias. Pero, como demostraron los años de expansión previos a la crisis financiera, puede haber una desconexión entre la posición cíclica de la economía y la acumulación de riesgos financieros. Entonces se acumulaban los desequilibrios financieros y, sin embargo, la inflación estaba contenida y la economía real no parece mostrar signos de sobrecalentamiento.

Los bancos centrales tendrán que equilibrar ambas políticas para conseguir el doble objetivo de estabilidad económica y financiera. En este ámbito, es importante contar con una estructura institucional que garantice las sinergias y la coherencia entre las políticas monetarias y prudenciales.

El segundo condicionante es la realidad de unos mercados financieros globalizados, lo que exige un esfuerzo permanente de coordinación internacional en la gestión de las políticas financieras. La coordinación es necesaria para abordar los contagios entre diferentes mercados y jurisdicciones y, también, para evitar que la regulación quede desvirtuada por la vía del arbitraje regulatorio, o de la competencia regulatoria a la baja entre jurisdicciones.

Foros como Consejo de Estabilidad Financiera, el Comité de Basilea, o los mecanismos únicos europeos de supervisión y resolución, han ganado protagonismo. Queda por definir un tercer pilar, el Sistema Europeo de Seguro de Depósitos, que aún se encuentra en negociaciones políticas.

Los desafíos de la innovación financiera y tecnológica

Finalmente, me referiré a los desafíos que plantea la innovación financiera y tecnológica.

Desde el año 2000 asistimos a una explosión de cambios tecnológicos que están remodelando la economía global, empezando por el propio desarrollo de Internet, que era solo incipiente a principios de siglo, pasando por el comercio electrónico, los teléfonos

móviles, la inteligencia artificial o el *big data*. La tecnología está introduciendo nuevos tipos de servicios y productos y desafía los modelos comerciales tradicionales en todos los sectores económicos.

En el caso del sistema financiero, existe un importante margen para mejorar la eficiencia y la calidad de los servicios a través de la aplicación de los nuevos procesos tecnológicos. Estamos viendo como las nuevas tecnologías están incorporándose a las funciones tradicionales, por ejemplo, en la forma de hacer los pagos, en la gestión automatizada de la valoración de los riesgos o de la asesoría financiera.

El sector financiero se está adaptando a esta nueva realidad. Los bancos tradicionales están integrando las nuevas tecnologías, a veces, a través de alianzas estratégicas con nuevas empresas tecnológicas. También se están incorporando al sector nuevas empresas, que van desde pequeñas *startups* hasta empresas gran tamaño. Los nuevos entrantes tienen, sin embargo, que ganar la confianza de consumidores e inversores, algo que las instituciones financieras tradicionales han establecido a lo largo de mucho tiempo, ancladas en una fuerte regulación y supervisión financiera.

Desde la perspectiva de los reguladores, el desafío de lo que llamamos *fintech* afecta tanto a las políticas prudenciales como a las de protección al consumidor.

Desde la perspectiva prudencial, los reguladores tienen que alcanzar un equilibrio entre catalizar la innovación y la eficiencia que pueden aportar las nuevas tecnologías y mantener un marco regulatorio sólido. El principio rector debería ser el de aplicar la misma regulación para el mismo tipo de servicios financieros. En este sentido, a medida que la *fintech* aumenta su presencia, podría ser útil poner mayor énfasis en la regulación de los servicios, en lugar de ponerlo en las instituciones que prestan esos servicios.

Con respecto a las políticas de protección del consumidor, es clave que los inversores y los consumidores comprendan el funcionamiento y los riesgos asociados a los nuevos servicios, incluidos, por ejemplo, los riesgos de crédito, de ciberseguridad o de protección de la privacidad. En esta área, debemos fortalecer nuestras políticas de información y educación financiera.

En el Banco de España somos conscientes de la necesidad de intensificar nuestros esfuerzos en este ámbito. Precisamente, la semana pasada, aprobamos una reforma creando, en la *Dirección General de Operaciones, Mercados y Sistemas de Pago*, una nueva *Dirección General Adjunta de Innovación Financiera e Infraestructuras de Mercado* para asumir las competencias en estas materias, centralizando en la misma funciones asignadas antes a diferentes unidades del Banco.

Esta Dirección General Adjunta tendrá que enfrentarse a dos familias de problemas.

La primera, en la que se reúnen las cuestiones que surgen con la aparición de nuevos agentes y nuevos operadores en los mercados financieros, prestando servicios que ya existían - pero de un modo distinto-, o bien, servicios que no existían, nuevos tipos de servicios financieros. Respecto a estos nuevos entrantes en los mercados, se plantean dos grupos de problemas: de un lado, los que hacen referencia a cuestiones de competencia – es decir, todos los agentes y operadores deben estar sometidos a las mismas exigencias o regulaciones-; de otro, los inversores y consumidores deben estar protegidos y advertidos

frente a los nuevos riesgos, igual que lo están frente a los antiguos operadores y sus productos.

La segunda familia de temas a los que esta Dirección General Adjunta del Banco de España deberá hacer frente es la relativa a las novedades tecnológicas y su aplicación en los mercados financieros, algo que en esta época de continua innovación reviste, obviamente, gran importancia.

Muchas gracias por su atención.