

I. Romper los círculos viciosos

Han pasado cinco años desde el estallido de la crisis financiera y sin embargo el desequilibrio de la economía mundial persiste e incluso parece agravarse por la interacción de las debilidades aún presentes. Los objetivos de crecimiento equilibrado, políticas económicas equilibradas y un sistema financiero seguro siguen siendo esquivos. En las economías avanzadas en el epicentro de la crisis financiera, la elevada carga de la deuda continúa dificultando la recuperación, las políticas monetaria y fiscal siguen sin ofrecer una solución integral a las necesidades a corto plazo y a los peligros a largo plazo y, a pesar del progreso a nivel internacional en materia de regulación, la situación del sector financiero sigue amenazando la estabilidad. De vez en cuando, señales alentadoras avivan la esperanza, pero pronto se desvanecen, asestando otro golpe a la confianza de los consumidores e inversores.

Mientras muchas economías avanzadas han seguido luchando por salir adelante, las de mercado emergentes han seguido creciendo, en ocasiones impulsadas por la rápida expansión del crédito o por el auge de las exportaciones. Esta recuperación a dos velocidades genera considerables desequilibrios por cuenta corriente potencialmente desestabilizadores y flujos brutos de capital volátiles. El auge de las exportaciones en muchos mercados emergentes ha desincentivado el desarrollo de fuentes internas de crecimiento más duraderas, aumentando así la vulnerabilidad de estos países a medida que decae el crecimiento. Como demuestra la evolución económica durante el pasado año (véase el Capítulo II), aún no se ha conseguido una recuperación autosostenible en las economías avanzadas ni el reequilibrio del crecimiento mundial.

En resumen, hay círculos viciosos que están afectando tanto a las economías avanzadas como a las emergentes. ¿Cómo convertir estos círculos viciosos en virtuosos? Las principales amenazas para la economía mundial se agrupan en torno a cuatro retos pendientes: el *ajuste estructural*, los riesgos de la *política monetaria* y la *política fiscal* y la *reforma financiera*. Estos cuatro temas y las medidas necesarias para encauzar la economía en una senda de crecimiento sostenible a largo plazo son el foco de atención de los Capítulos III–VI de este Informe. En el resto del presente capítulo se extraen recomendaciones para las políticas económicas mundiales. Antes de concluir, se analizan los círculos viciosos que actualmente afectan a Europa, donde la unión monetaria se enfrenta a los retos mencionados y además a los relacionados con una configuración institucional incompleta.

Persistencia de retos estructurales

La economía mundial sigue en desequilibrio, dado que la actividad sigue desacelerándose en muchas economías avanzadas mientras el resto de economías se expanden, en ocasiones con rapidez (Capítulo III). Es improbable que esta tendencia sea sostenible.

Las economías en el epicentro de la crisis financiera deben afrontar su legado de endeudamiento y mala asignación de recursos. El auge del sector inmobiliario impulsado por el apalancamiento dejó un enorme exceso de deuda tras su inevitable colapso. El necesario proceso de desapalancamiento de los hogares está lejos de concluir y avanza más lento que en el pasado. El endeudamiento de las familias sigue rondando el 100% del PIB en algunos países, entre ellos España, Irlanda y el Reino Unido; en otros, como Francia e Italia, tanto la deuda de los hogares como de empresas ha aumentado respecto al PIB desde 2008.

Un factor importante que está retardando el proceso de desapalancamiento de los hogares es la necesidad simultánea de sanear los balances de los sectores financiero y público y reducir su nivel de apalancamiento. La inusitada lentitud del desapalancamiento en los principales sectores de la economía explica en parte la frágil recuperación en las economías avanzadas. Ante la continua necesidad de recomponer los balances, los eventuales efectos de una política fiscal expansiva serán solo limitados mientras los agentes sobreendeudados utilicen los ingresos adicionales para amortizar deuda en vez de aumentar el gasto. Como resultado, es probable que el crecimiento continúe siendo anémico.

Los persistentes desequilibrios en los distintos sectores también están trabando la recuperación. Dado que el factor trabajo y el capital no se desplazan fácilmente entre sectores, la deficiente asignación de recursos durante una fase de auge dificulta la recuperación tras una crisis. Por tanto, los países donde los desequilibrios sectoriales son más palpables son los que se enfrentan a un desempleo mayor y más prolongado, ya que su estructura sectorial solo se ajusta lentamente.

Mientras tanto, los países que están creciendo con rapidez se enfrentan al problema de reconocer y reaccionar ante la aparición de auges financieros y, en muchos casos, también al reto de dejar de depender de las exportaciones. No es difícil encontrar ejemplos de excesos en algunos mercados emergentes. En varios casos, los precios de los bienes raíces y otros activos se han disparado, mientras el endeudamiento privado y los costes de servicio de la deuda han aumentado en proporción a los ingresos muy por encima de su tendencia a largo plazo. Las dificultades que actualmente afectan a las economías avanzadas que han pasado por experiencias similares aleccionan a las autoridades monetarias de las economías de mercado emergentes, especialmente tras los recientes indicios de desaceleración en estas últimas. Pero ante las perspectivas de que continúe el crecimiento lento en gran parte del mundo, los países que hasta ahora han podido apoyarse en las exportaciones deberían acelerar sus esfuerzos para ampliar su capacidad de crecimiento interior.

Riesgos para los bancos centrales sobrecargados

Durante el pasado año, los bancos centrales de las economías avanzadas han continuado o incluso ampliado sus compras de deuda pública y su respaldo de liquidez al sistema bancario. Con más de 18 billones de dólares, los activos

agregados de todos los bancos centrales representan ahora aproximadamente el 30% del PIB mundial, el doble de su valor hace una década, mientras las tasas de interés oficiales en términos reales (tasas nominales menos inflación general) siguen siendo muy negativas en la mayoría de las economías avanzadas. Es cierto que la economía mundial se encuentra hoy en una mejor situación, gracias a la actuación enérgica de los bancos centrales tras el colapso de Lehman Brothers en 2008 y en años posteriores. Uno de los ejemplos más recientes es la oferta del Banco Central Europeo de préstamos bancarios a tres años a finales de 2011 y nuevamente a principios de 2012. Este programa dotado con 1 billón de euros, que incrementó los balances de los bancos centrales del Eurosistema en cerca de 500 000 millones de euros, fue un factor decisivo para volver a activar los mercados de financiación bancaria e indirectamente reforzar algunos mercados de deuda pública de la zona del euro.

La extraordinaria persistencia de la política monetaria laxa responde principalmente a la insuficiente actuación de los gobiernos ante los problemas estructurales. En pocas palabras, los bancos centrales se ven obligados a prolongar el estímulo monetario mientras los gobiernos actúan de forma rezagada y los ajustes se retrasan. Como describe el Capítulo IV, podrían estar desvaneciéndose los efectos positivos de estos esfuerzos por parte de los bancos centrales, al tiempo que aumentarían sus efectos secundarios negativos. Las políticas monetarias acomodaticias tanto convencionales como no convencionales son medidas paliativas que tienen sus límites. Sería un error pensar que los bancos centrales pueden utilizar sus balances para resolver cualquier problema económico y financiero: no pueden inducir el desapalancamiento, no pueden corregir los desequilibrios sectoriales y no pueden resolver problemas de solvencia. De hecho, unas tasas oficiales cercanas a cero y las inyecciones de liquidez abundantes y prácticamente incondicionales desincentivan el saneamiento de balances en el sector privado y la reducción de las necesidades de financiación en el sector público, al tiempo que distorsionan el sistema financiero y aumentan la carga sobre los supervisores.

Con tasas de interés nominales en niveles mínimos y balances de bancos centrales en continua expansión, los riesgos no pueden sino acumularse. Se trata en su mayoría de riesgos con consecuencias no intencionadas, que deben anticiparse y gestionarse. Entre estas consecuencias estarían las ayudas desperdiciadas en salvar a prestatarios y bancos ya de por sí insolventes —un fenómeno que hizo mella en Japón en los años 90—, así como los precios de activos artificialmente inflados que ponen en riesgo la estabilidad financiera en el futuro. Una lección extraída de la crisis es que los bancos centrales pueden hacer mucho para evitar el colapso. Una lección aún más importante es que si los problemas estructurales subyacentes no se corrigen durante la fase de recuperación, corremos el riesgo de crear el caldo de cultivo de una nueva crisis.

Otro riesgo para los bancos centrales es que, llegado el momento de endurecer la política monetaria, la desorbitada dimensión y escala de sus medidas no convencionales impida abandonar a tiempo el estímulo monetario

y ponga así en peligro la estabilidad de precios. Como resultado, los bancos centrales sufrirían una pérdida definitiva de su credibilidad y quizás incluso de su independencia.

Aunque los bancos centrales de muchas economías avanzadas pueden no tener más remedio que mantener por ahora una política monetaria relativamente acomodaticia, deberían aprovechar cualquier oportunidad para presionar en favor del desapalancamiento, el saneamiento de balances y el ajuste estructural por otros medios. También deberían estar muy atentos ante la aparición de nuevos desequilibrios en los mercados de activos.

Aunque las economías de rápido crecimiento se encuentran en una situación diferente, sus bancos centrales también están bajo presión. Las amenazas para la estabilidad monetaria y financiera en muchas economías de mercado emergentes son evidentes desde hace tiempo, como se indicó antes. Sus autoridades monetarias tendrán que seguir buscando el equilibrio, pero su tarea se complica ante los recientes indicios de un crecimiento económico titubeante, unido a las políticas extraordinariamente acomodaticias de las economías avanzadas.

Panorama fiscal desolador

Desde que estallara la crisis en 2007, la deuda pública de las economías avanzadas ha aumentado en promedio desde aproximadamente el 75% hasta más del 100% del PIB, y los déficits públicos se han disparado de media del 1,5% al 6,5% del PIB. Podría pensarse que, de no haber acontecido la crisis financiera, los cimientos de las finanzas públicas estarían hoy en buena forma. Sin embargo, durante los años de auge, estos cimientos se vieron apuntalados solo temporalmente por un crecimiento de la recaudación impositiva que parecía no tener fin. La crisis financiera, al reducir los ingresos tributarios y elevar los costes para financiar la red pública de protección social, provocó un aumento explosivo de los déficits y de la deuda que obligó a las autoridades a prestar mayor atención a la amenaza latente que ya no parecía tan lejana: la enorme insuficiencia de financiación para cubrir las obligaciones en concepto de atención sanitaria y pensiones y un sector público que resulta inmanejable por su tamaño.

En algunos países, programas de apoyo ingente al sector financiero tuvieron consecuencias desastrosas para las finanzas públicas. Así pues, la interacción entre el sector financiero y el sector público fue un factor que aceleró el deterioro fiscal, y en los dos últimos años se ha intensificado la conexión entre la tensión del sector bancario y las presiones del mercado, sobre todo en Europa.

Como se analiza en el Capítulo V, la vorágine fiscal ha hecho que muchas emisiones soberanas dejen de ser consideradas por el mercado como inversiones prácticamente sin riesgo de crédito, y por ende como inversiones seguras. Esta pérdida es particularmente preocupante ante la frágil situación financiera y el hecho de que el sistema bancario internacional siga dependiendo en gran medida del apoyo del gobierno. La merma del volumen de activos seguros dificulta el funcionamiento de los mercados financieros y

está incrementando los costes de financiación para el sector privado, a la vez que induce a los bancos a emprender operaciones arriesgadas, como la repignoración, es decir, el uso de los mismos activos como garantía de diversas obligaciones.

En el último año, la atención mundial se ha centrado principalmente en Europa, donde con alarmante frecuencia se han producido crisis en torno a la deuda soberana. Pero tal y como quedó patente en las recientes rebajas de la calificación crediticia de Estados Unidos y Japón, y en las señales de alerta que han dado las agencias calificadoras con respecto al Reino Unido. Los desequilibrios fiscales de largo plazo se extienden más allá de la zona del euro.

Aunque en promedio la deuda de los mercados emergentes se ha mantenido relativamente estable como proporción del PIB, los gobiernos deberían estar alerta: en muchos casos el auge del crédito y del precio de los activos ha ocultado la debilidad de los cimientos de las cuentas públicas, de manera muy parecida a lo que ocurrió en las economías avanzadas antes de la crisis financiera. Si los indicios recientes de desaceleración persistieran, podría ensombrecerse rápidamente el horizonte fiscal de las economías de mercado emergentes.

Por consiguiente, es preciso que los gobiernos de todo el mundo aborden su apremiante situación presupuestaria. En la mayoría de las economías avanzadas, los presupuestos públicos, excluidos los pagos de intereses, deberían registrar un superávit de más del 2% del PIB durante 20 años seguidos tan solo para que la relación entre la deuda y el PIB volviera a los niveles anteriores a la crisis. Por supuesto, cada año adicional de déficit presupuestario alarga el periodo de recuperación. La pregunta no es si los gobiernos deben acometer ajustes, sino cómo hacerlo. Hay quienes sostienen que los gobiernos deberían centrarse exclusivamente en el largo plazo e ignorar el corto. Para otros, la única opción creíble es comenzar los planes de consolidación ya mismo, y cualquier otra opción amenaza con tirar por la borda la solvencia soberana.

Al elegir entre estos dos extremos, algunas cosas están claras desde el principio. Lo prioritario es adoptar medidas a largo plazo que sean enérgicas y creíbles, aun cuando esto signifique tomar ahora decisiones dolorosas. Los gobiernos de las economías avanzadas deberían demostrar de manera convincente que pueden gestionar adecuadamente el gasto en pensiones y asistencia sanitaria a medida que envejece su población. A corto plazo, también sería necesario recortar gastos y elevar los ingresos. Los países con graves problemas tendrán que ir mucho más allá y realizar con rapidez una reforma significativa de su sector público. En muchos países, el proceso de desapalancamiento que se está produciendo en el sector privado debilita la demanda agregada a corto plazo y obstaculiza la reforma fiscal. En estos casos, las autoridades deberían crear suficiente margen de maniobra para facilitar la recomposición de los balances en el sector privado, por ejemplo recapitalizando bancos a medida que se van reconociendo pérdidas.

Con todo, nunca es fácil recuperar la confianza perdida y las emisiones soberanas deberán recorrer un largo camino antes de recuperar su calificación

de activos sin riesgo. Algunos países ya han agotado sus opciones y no tendrán más remedio que tomar medidas inmediatas para restablecer el equilibrio presupuestario. Otros deberán equilibrar adecuadamente las medidas de largo y de corto plazo para asegurarse el éxito. En la búsqueda de ese equilibrio, un reto clave para los gobiernos es no perder la confianza de los inversores.

Las economías menos afectadas por la crisis financiera deberían aprovechar su situación actual de relativa solidez para encauzar sus finanzas públicas por una trayectoria sostenible a largo plazo. Si lo hacen cuanto antes, dispondrán de mayor margen de maniobra cuando inevitablemente se produzca la próxima crisis. Además, todos los países deberían romper la cadena de interacciones negativas entre el sector financiero y el soberano. A tal efecto, deberían actuar con rapidez para reforzar sus bancos y, a medida que mejore la situación, asegurarse de crear defensas fiscales.

El cambiante entorno financiero

Las instituciones financieras están bregando por sobrellevar los efectos de la crisis, al tiempo que se enfrentan a un cambio de actitud de los mercados y a nuevas reglamentaciones. En algunos países, el proceso de recapitalización ha avanzado considerablemente pero, tal como se analiza con mayor detalle en el Capítulo VI, adaptarse a las nuevas condiciones llevará tiempo y requiere un mayor impulso. La magnitud de la tarea inconclusa se refleja claramente en la continua desconfianza de los inversores en los bancos: el coste de asegurarse frente al impago de los bancos (el diferencial de los *swaps* de incumplimiento crediticio) es hoy tan alto como durante el momento álgido de la crisis, y las acciones bancarias siguen perdiendo terreno con respecto al índice general.

Pese a los avances en el proceso de recapitalización, el apalancamiento es aún muy alto en muchos bancos, incluidos algunos que parecen adecuadamente capitalizados pero que en realidad tienen cuantiosas posiciones en derivados. Los grandes bancos siguen interesados en aumentar su apalancamiento sin considerar debidamente las consecuencias negativas, esperando que su importancia sistémica obligue al sector público a cubrir su quiebra. Otro indicio preocupante es que las actividades de negociación, tras haberse retraído brevemente durante la crisis, vuelven a ser una de las principales fuentes de ingresos para los grandes bancos.

Estos factores están llevando al sector financiero a recuperar el perfil de alto riesgo que tenía antes de la crisis. Las enormes pérdidas recientes en operaciones con derivados nos recuerdan los peligros que esto conlleva. Sin duda, el proceso de reforma de la estructura del sistema financiero alcanzará un hito fundamental cuando se permita la quiebra de grandes instituciones sin que los contribuyentes tengan que pagar las consecuencias y cuando el tamaño global del sector en relación con el resto de la economía se mantenga dentro de límites estrictos.

Algunos mecanismos pueden contribuir a armonizar los intereses de los participantes en el mercado con los del público en general. Uno de ellos es la reforma de la política de retribución de los banqueros. Otro se refiere al riesgo

que corren los tenedores de bonos de bancos, junto con el sector público, de tener que pagar las consecuencias si el valor neto de un intermediario financiero se vuelve negativo. Habría una mayor sintonía entre los incentivos de los bonistas y el interés público en general si los inversores tuvieran más claro que deberán asumir pérdidas si los bancos se ven en problemas. Esto exigiría combinar de alguna manera bonos que establezcan con cierta certeza las pérdidas que deberán asumir sus tenedores en caso de resolución (*bail-in bonds*) con una mejora de las potestades en materia de resolución. Si los riesgos para los inversores fueran más claros y dejaran de concederse ayudas a los bancos para paliar la crisis, inclusive con avales públicos a sus bonos, los inversores tendrían más interés en escrutar la situación financiera de los bancos antes de invertir en ellos. A este respecto, es esencial que haya más transparencia para que los riesgos que asumen las instituciones sean más visibles y los bonistas puedan así analizar mejor la situación de los bancos.

En resumen, las políticas públicas deben inducir a los bancos a adoptar modelos de negocio menos arriesgados, más sostenibles y que redunden más claramente en el interés público. Los gobiernos podrían dar al sector bancario un sano impulso en esa dirección si las autoridades se aseguraran de que las nuevas normas acordadas se aplican de forma universal y sin dilación. De esa manera, además de aumentar la transparencia, se garantizarían unas condiciones competitivas equitativas para los bancos con presencia internacional. Más importante aún, las autoridades deberían seguir exigiendo a los bancos que reduzcan su nivel de apalancamiento e impedir que lo vuelvan a aumentar utilizando nuevos instrumentos y tácticas. Pero los esfuerzos en ese sentido no deberían limitarse a los bancos tradicionales. En todo el mundo, las autoridades prudenciales aún se enfrentan al desafío de aplicar reglamentaciones enérgicas que abarquen al sector bancario paralelo.

¿Cuál es el futuro de la unión monetaria europea?

En todo el mundo preocupa la crisis que hostiga a la zona del euro por sus posibles repercusiones. No obstante, la crisis europea puede verse como un presagio, una confluencia virulenta de problemas que podrían extenderse a otros lugares si las políticas no logran romper los círculos viciosos generados por las deficiencias de la economía mundial descritas en este Informe: desequilibrios sectoriales, apalancamiento excesivo, sobreendeudamiento público y sobrecarga de los bancos centrales.

Por ahora, los efectos destructivos de estos problemas se concentran en la zona del euro, donde los responsables de las finanzas públicas de algunos países, forzados a consolidar, no pueden respaldar ni a sus bancos ni a sus economías. Los inversores rápidamente han dejado de confiar en estos países, lo que ha llevado a una fragmentación igualmente rápida de los mercados financieros de la zona. En esta situación, ¿cómo puede recuperar la moneda común su credibilidad para que Europa retorne a la prosperidad y a la senda de la integración?

En parte, la crisis de la zona del euro entraña problemas que la crisis financiera ha puesto de relieve y que son comunes a muchas economías

avanzadas. De la misma manera, para resolverlos se requieren en parte correcciones que también son comunes: ajuste de los balances del sector privado, reequilibrio sectorial, consolidación fiscal y recapitalización de la banca.

Europa ha logrado avances en este terreno mediante la reforma de los mercados laborales y de los sistemas de seguridad social y la adopción del pacto fiscal, que exige a los países tener sus presupuestos generales equilibrados o con superávit.

Pero una resolución cabal de la crisis de la zona del euro también exige fortalecer los cimientos institucionales sobre los que se asienta la propia unión monetaria. Para comprender la importancia de este tema, recordemos que la unión monetaria europea integró los mercados financieros y creó una autoridad monetaria centralizada para que el capital pudiese fluir libre y fácilmente por la zona monetaria común. Ahora bien, mientras que las fronteras de la región han pasado a ser irrelevantes para la actividad financiera y la banca central, sigue siendo limitada la responsabilidad de las autoridades de un país frente a las actuaciones de un intermediario financiero en otro. Por ello, no puede esperarse que los ciudadanos de un país de la unión monetaria respondan financieramente por las acciones llevadas a cabo en otros lugares de la unión.

Es lógico concluir que un mercado financiero paneuropeo y un banco central paneuropeo requieren un sistema bancario también paneuropeo. Dicho de otro modo, una unión monetaria que centraliza el prestamista de última instancia de los bancos debe contar con un sistema bancario unificado. Los bancos de Europa deben convertirse en bancos europeos.

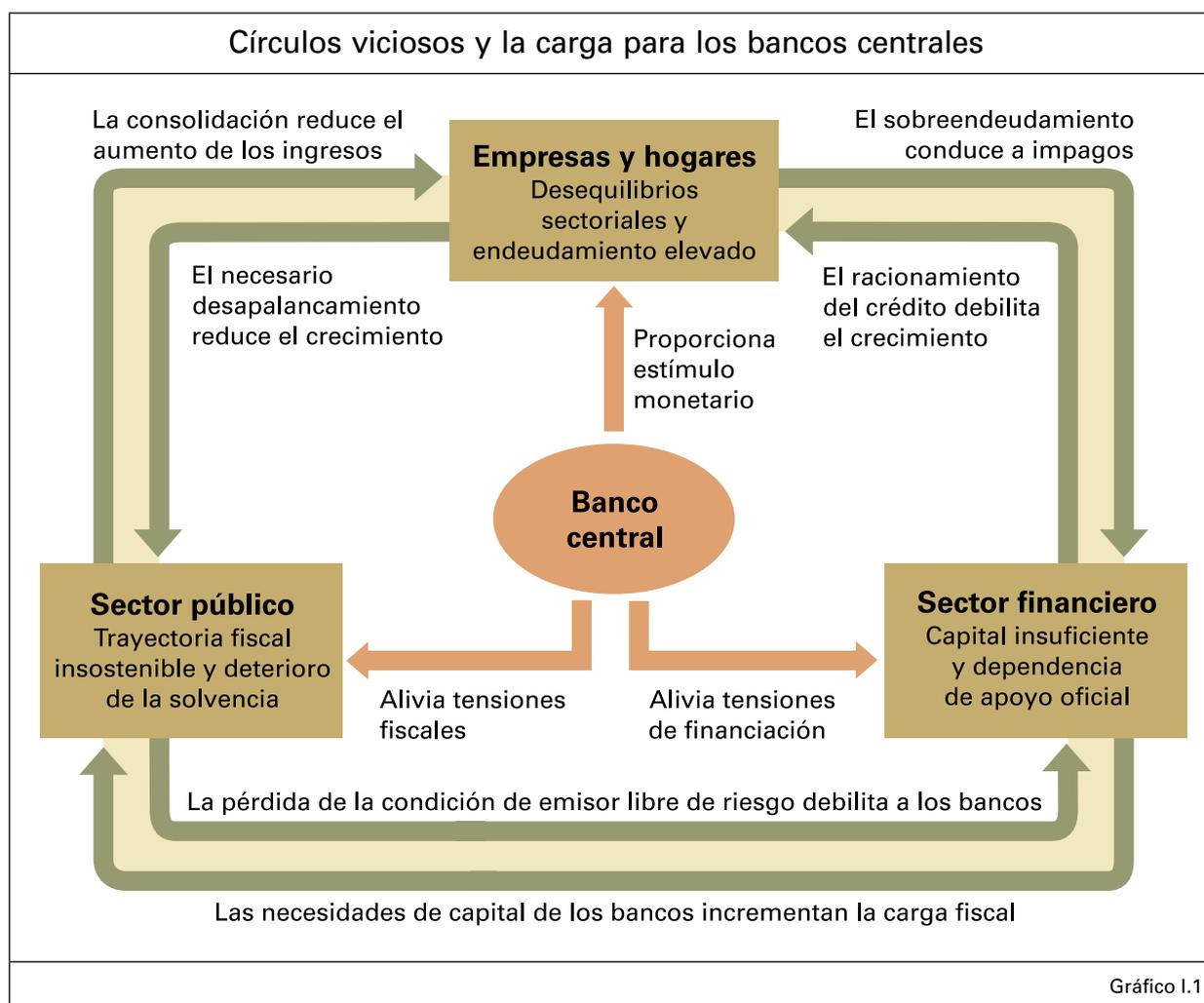
Las propuestas recientes en materia bancaria son prometedoras porque permitirían avances rápidos dentro de los términos actuales de la unión monetaria. En primer lugar, se unificarían las normas bancarias, que actualmente están fragmentadas por las fronteras nacionales. Segundo, una vez unificadas las normas, se centralizaría la responsabilidad en un órgano común de regulación, supervisión, seguro de depósitos y resolución.

De ser adoptadas, estas medidas romperían la interacción negativa entre los bancos y los soberanos y otros vínculos destructivos que están haciendo la crisis tan virulenta. Reactivarían el mercado de préstamos interbancarios y el acceso de los soberanos a los mercados de financiación. Permitirían que el Eurosistema dejara de desempeñar funciones de intermediario financiero, un papel tan poco convencional como conveniente. Y al restablecer la confianza en la moneda única harían que depositantes tanto institucionales como minoristas vuelvan a operar con bancos de sus respectivas plazas. El retorno de la normalidad cotidiana, a través de una moneda y un sistema bancario unificados, daría a los líderes de la zona del euro el tiempo que necesitan para terminar de establecer el amplio marco institucional que la unión monetaria precisa para ser viable a largo plazo.

Resumen

Lograr que la economía mundial se encamine por una trayectoria de crecimiento equilibrado y autosostenible sigue siendo una tarea difícil e inconclusa. Como se analiza en este Informe, la interacción de una serie de deficiencias estructurales obstaculiza las reformas que se requieren en las economías avanzadas y de mercado emergentes. Quienes esperan soluciones fáciles pueden seguir esperando, porque no las hay. Los bancos centrales, que ya están sobrecargados, no pueden corregir por sí solos estas deficiencias. Todo ello lo saben bien los consumidores de las economías avanzadas, que están reduciendo su endeudamiento y se muestran reacios a gastar; también lo comprenden las empresas, que están posponiendo sus decisiones de inversión y contratación de personal; y los inversores, que actúan con cautela ante un panorama de incertidumbre y riesgos. ¿Por qué otra razón aceptarían si no las tasas de interés reales negativas que pagan los bonos de deuda pública de muchas economías avanzadas?

Un vistazo a la economía en su conjunto muestra que hay tres grupos que deben realizar ajustes (Gráfico I.1): el sector financiero debe reconocer sus pérdidas y recapitalizarse, el sector público encauzar sus finanzas hacia una trayectoria sostenible, y los hogares y empresas deben desapalancarse. Tal y



como están las cosas, la carga que pesa sobre cada sector y las medidas de ajuste que cada uno está tomando agravan la situación de los otros dos. El sector financiero pone presión sobre el gobierno a la vez que desacelera el desapalancamiento de los hogares y empresas. Los gobiernos, debido al deterioro de su solvencia y su necesidad de consolidación fiscal, debilitan la capacidad de los otros sectores para sanear su situación. Y los hogares y empresas, al tratar de reducir sus niveles de endeudamiento, entorpecen la recuperación de los gobiernos y bancos. Estas interacciones están creando una serie de círculos viciosos.

Los bancos centrales, que se encuentran en el medio de esta situación, se ven obligados a usar toda la capacidad de que disponen para limitar el daño: otorgando directamente financiación al sector financiero y manteniendo tasas de interés extraordinariamente bajas para aligerar la carga sobre las autoridades fiscales, los hogares y las empresas. Esta intensa presión pone en peligro el objetivo de los bancos centrales de mantener la estabilidad de precios, y compromete su credibilidad y, en última instancia, su independencia.

Es crucial desbaratar estos círculos viciosos para poder reducir la presión que recae en los bancos centrales. Para lograrlo, hay que sanear y fortalecer los bancos, y al mismo tiempo controlar el tamaño del sector financiero y limitar los riesgos que éste asume. Como hemos recomendado en informes anteriores, los bancos deben ajustar sus balances para que reflejen el verdadero valor de sus activos. Ya han avanzado en este frente, pero las autoridades deben instarlos a actuar con mayor celeridad y asegurarse de que se recapitalizan rápidamente y crean colchones de capital a medida que mejoren las condiciones. En términos más generales, las autoridades deben llevar a la práctica las reformas financieras acordadas, hacer extensiva su aplicación a las actividades bancarias paralelas, y limitar el tamaño y relevancia del sector financiero para que la quiebra de una institución no desencadene una crisis.

En la zona del euro, los efectos nocivos de estos círculos viciosos han alcanzado una dimensión que refleja no solo las deficiencias observadas en otros sectores, sino también el carácter incompleto de la integración financiera de la zona del euro. Europa superará esta crisis si consigue resolver los problemas en ambos frentes: por un lado llevar a cabo el ajuste estructural, la consolidación fiscal y la recapitalización de los bancos, y por el otro unificar el marco bancario de regulación, supervisión, seguro de depósitos y resolución. De este modo se acabaría con la perniciosa interacción entre los soberanos y los bancos debilitados y se recuperaría la normalidad financiera, ganando así tiempo para seguir desarrollando el marco institucional de la zona del euro.

En conjunto, en Europa y en las demás regiones, la revitalización de los bancos y la moderación del sector financiero pondrían fin a su fatal interacción con los demás sectores y despejarían el camino para seguir adelante con la consolidación fiscal y el desapalancamiento de los segmentos no financieros del sector privado. Solo entonces, cuando los balances de todos los sectores hayan quedado saneados, se podrá esperar nuevamente un crecimiento equilibrado. Y solo entonces se crearán círculos virtuosos que reemplacen a los círculos viciosos en los que está atascada la economía mundial.