

I. Aprovechar el tiempo prestado

Hace seis años, a mediados de 2007, comenzaron a aparecer fisuras en el sistema financiero. Poco más de un año después quebró Lehman Brothers, llevando a las economías avanzadas al borde del colapso. Durante el siguiente lustro de recesión y lenta recuperación, los bancos centrales de estas economías se vieron obligados a buscar fórmulas para aumentar su grado de acomodación. En un primer momento redujeron las tasas de interés oficiales hasta prácticamente cero, nivel en el que han permanecido desde entonces en Estados Unidos, el Reino Unido y la zona del euro (y en Japón, nada menos que desde mediados de la década de los 90). A continuación acometieron una ampliación de balances que, en conjunto, casi triplican ahora su tamaño anterior a la crisis, y su expansión continúa.

La expresión «cuanto haga falta», originalmente referida a medidas de banca central dirigidas a impedir el colapso financiero, se ha convertido en una consigna para arengar a los bancos centrales a persistir en sus medidas extraordinarias. Sin embargo, ya hemos pasado el punto álgido de la crisis y la prioridad de las políticas ha cambiado: ahora se trata de lograr que las economías aún rezagadas recobren un crecimiento sólido y sostenible. En la actualidad, ¿pueden realmente los bancos centrales hacer «cuanto haga falta» para alcanzar ese objetivo? Cada día que pasa, parece más improbable. Los bancos centrales no pueden remediar la situación financiera de los hogares, ni sanear los balances de las instituciones financieras, ni garantizar la sostenibilidad de las cuentas públicas. Y, sobre todo, no pueden introducir las reformas estructurales necesarias en materia económica y financiera para que las economías retomen la senda del crecimiento real que las autoridades y los ciudadanos esperan y desean.

Lo que ha logrado la acomodación introducida por los bancos centrales durante la fase de recuperación es dar más tiempo: para reparar los balances, para la consolidación fiscal, para introducir reformas con las que recuperar el crecimiento de la productividad. Sin embargo, no se ha hecho buen uso de ese tiempo, ya que las tasas de interés persistentemente bajas y las políticas no convencionales han favorecido que el sector privado aplase su desapalancamiento, que el sector público financie sus déficits y que las autoridades retrasen las necesarias reformas en la economía real y el sistema financiero. Después de todo, el dinero a bajo coste favorece el endeudamiento más que el ahorro, el gasto más que los impuestos y la continuidad más que el cambio.

Cierto es que, en algunos países, los hogares han avanzado en la ardua tarea de desapalancarse. Algunas instituciones financieras están mejor capitalizadas. Algunas autoridades fiscales han iniciado una consolidación dura, aunque esencial. También es cierto que gran parte de la difícil tarea de la reforma financiera se ha realizado. Sin embargo, en general el progreso ha sido lento, intermitente y desigual entre países. Hogares y empresas siguen confiando en que, si esperan, aumentarán el valor de los activos y los ingresos y mejorarán sus balances. Los gobiernos confían en que, si esperan, la economía crecerá, reduciendo el cociente entre deuda y PIB. Y los políticos confían en que, si esperan, volverán a crecer los ingresos y beneficios, restando urgencia a la reforma de los mercados de trabajo y de productos. Sin embargo, mantenerse a la espera no facilitará las cosas, especialmente conforme se desvanezcan el apoyo y la paciencia de la opinión pública.

Ahora bien, los bancos centrales no pueden seguir en esa línea sin agravar los riesgos que ya han creado. Muy al contrario, deben poner de nuevo el énfasis en su

función tradicional, si bien incluyendo ahora la estabilidad financiera, con el fin de alentar los necesarios ajustes, en lugar de posponerlos con tasas de interés cercanas a cero y crecientes compras de valores de emisores públicos. Asimismo, deben instar a las autoridades a acelerar las reformas en los mercados de trabajo y de productos: reformas que fomentarán la productividad y el crecimiento del empleo, en vez de hacer creer que más adelante resultará más fácil.

Tras pasar revista al pasado año en el Capítulo II, los Capítulos III a VI del presente Informe tratan todas estas cuestiones. Nuestro mensaje es sencillo: las autoridades deben acelerar las reformas de los mercados de trabajo y de productos para estimular la productividad y desbloquear el crecimiento; el sector privado debe desapalancarse y el sector público garantizar la sostenibilidad fiscal; los riesgos en el sector financiero han de gestionarse, y la expectativa de que la política monetaria pueda resolver estos problemas está abocada al fracaso.

Mayor flexibilidad: clave para el crecimiento

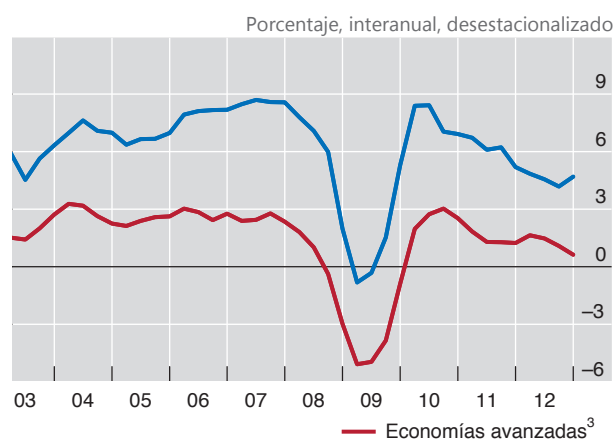
El crecimiento sostenido y equilibrado continúa siendo esquivo en la economía mundial. En numerosas economías avanzadas, las tasas de crecimiento se han recuperado solo en parte y el desempleo permanece en niveles altos (Gráfico I.1). Como analiza el Capítulo III, las rigideces en los mercados de trabajo y de productos están entre los principales obstáculos para alcanzar la solidez económica a largo plazo. La crisis financiera y sus secuelas demostraron que estos problemas estructurales se exacerban cuando el ciclo cambia de signo y el auge se transforma en caída. En consecuencia, la recuperación ha sido decepcionante en muchas economías.

Cuando un auge en el sector de la vivienda se viene abajo, como sucedió en varios países, las rigideces limitan la movilidad laboral entre sectores. Como analiza el Capítulo III, la rígida protección del empleo aminora la recuperación y el

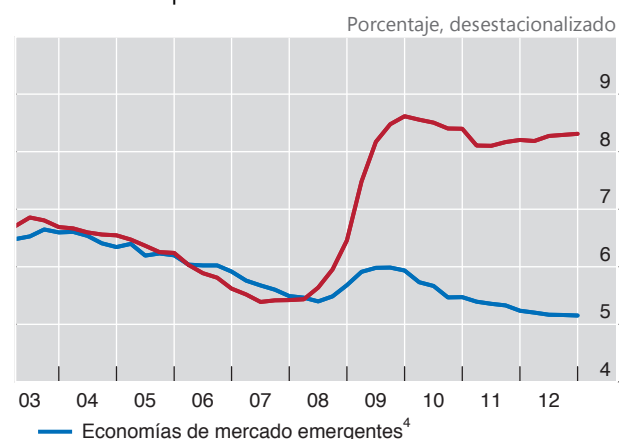
Actividad económica mundial

Gráfico I.1

Crecimiento del PIB¹



Tasa de desempleo²



¹ Medias ponderadas basadas en el PIB y en los tipos de cambio PPA de 2005. ² Medias ponderadas basadas en la población activa; las definiciones podrían variar entre países. ³ Australia, Canadá, Dinamarca, Estados Unidos, Japón, Noruega, Nueva Zelanda, Reino Unido, Suecia, Suiza y zona del euro. ⁴ Arabia Saudita, Argentina, Brasil, Chile, China, Colombia, Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, Hungría, Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, República Checa, Rusia, Singapur, Sudáfrica, Tailandia, Taipei Chino y Turquía.

Fuentes: FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales y Perspectivas de la Economía Mundial*; Datastream; datos nacionales.

crecimiento de la ocupación en las economías que entran en recesión con importantes desequilibrios sectoriales. Es decir, los países pueden lograr beneficios sustanciales si optan por mercados de trabajo y de productos menos regulados y más proclives al crecimiento.

Las medidas para flexibilizar los mercados de trabajo y de productos permiten a los recursos fluir más fácilmente desde los sectores de baja productividad hacia los de alta productividad, con obvias ganancias para el crecimiento. Al mismo tiempo, esas reformas fomentan la iniciativa empresarial, sentando las bases para que las empresas eleven la productividad, crezcan y contraten a más trabajadores. Esto significa que para elevar el crecimiento sostenible es fundamental simplificar las regulaciones y reducir el poder de los grupos con intereses particulares que impiden la mejora de la productividad. Claro está, debe conservarse la protección fundamental de los trabajadores y consumidores, y el grado de regulación necesario variará según el país, pero es evidente que el exceso de regulación de estos mercados tiene un precio: reduce la flexibilidad hasta el punto de perjudicar el crecimiento en el largo plazo.

Dado que estas rigideces estructurales son particularmente perjudiciales tras una crisis, existen argumentos de peso para acometer las reformas en épocas de bonanza y no cuando se está bajo presión. Aunque no abundan los casos de reforma preventiva, los países que salieron relativamente indemnes de la crisis financiera tienen sobrados motivos para flexibilizar sin dilación sus mercados de trabajo y productos.

Política fiscal: persisten las amenazas

Conforme los gobiernos respondían a la crisis financiera con rescates bancarios y estímulos fiscales, su endeudamiento alcanzaba nuevos máximos. Además, en los países que experimentaron una burbuja inmobiliaria en el periodo previo a la crisis, los hogares partían ya de un endeudamiento considerable. En el lustro siguiente al apogeo de la crisis, se esperaban avances significativos en el necesario proceso de desapalancamiento que hicieran posible una recuperación que cobrase autonomía.

En cambio, la deuda de hogares, sociedades no financieras y gobiernos *augmentó* en proporción del PIB en la mayoría de las economías avanzadas y de mercado emergentes entre 2007 y 2012 (Gráfico I.2). En los países incluidos en el Gráfico I.2, dicha deuda se incrementó en conjunto alrededor de 33 billones de dólares, equivalentes a unos 20 puntos porcentuales de PIB. En ese mismo periodo, los coeficientes de endeudamiento total de algunos países, incluida una serie de economías de mercado emergentes, se han elevado incluso con mayor rapidez. Esto es claramente insostenible. El excesivo endeudamiento es uno de los principales obstáculos al crecimiento tras una crisis financiera, y el remedio no es seguir endeudándose año tras año¹.

En la mayoría de los países del Gráfico I.2, el endeudamiento público es el principal responsable de este incremento. Si bien en el apogeo de la crisis financiera

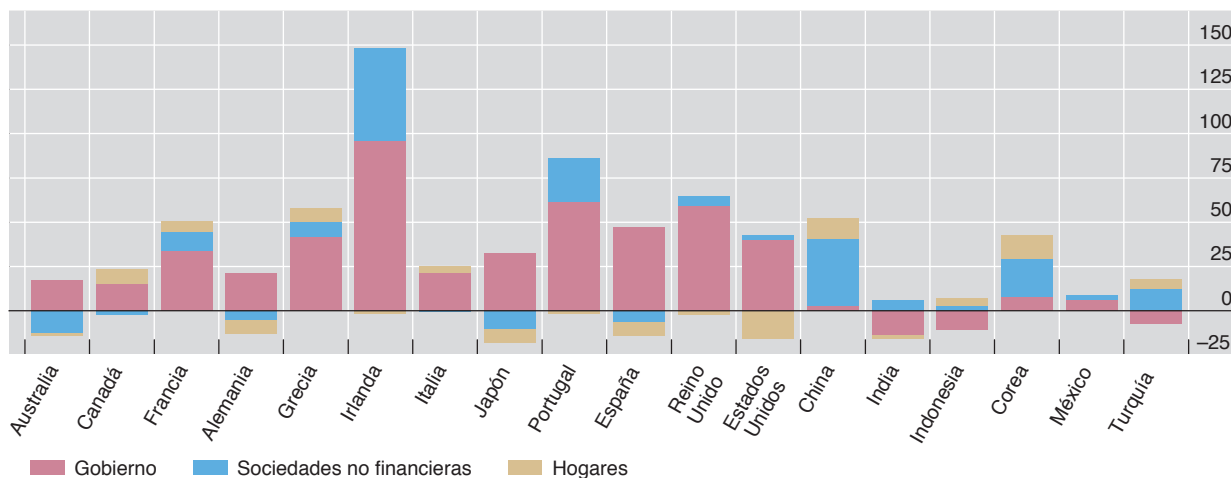
¹ Algunos estudios muestran que, tras una crisis financiera, el desapalancamiento del sector privado durante la desaceleración está correlacionado positiva y significativamente con la solidez de la posterior recuperación. Véase M. Bech, L. Gambacorta y E. Kharroubi, «Monetary policy, leverage and the business cycle», *BIS Working Papers*, n° 388, septiembre de 2012.

En Estados Unidos y, en menor grado, en España y el Reino Unido, los hogares han reducido su endeudamiento. Sin embargo, en proporción del PIB, el descenso está muy por debajo de la caída de aproximadamente 40 puntos porcentuales de la deuda del sector privado no financiero observada en promedio tras crisis financieras anteriores. Véase G. Tang y C. Upper, «Reducción de la deuda después de una crisis», *Informe Trimestral del BPI*, septiembre 2010.

Variación del endeudamiento, 2007–12

En puntos porcentuales del PIB

Gráfico I.2



Fuentes: FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*; OCDE; BPI; datos nacionales.

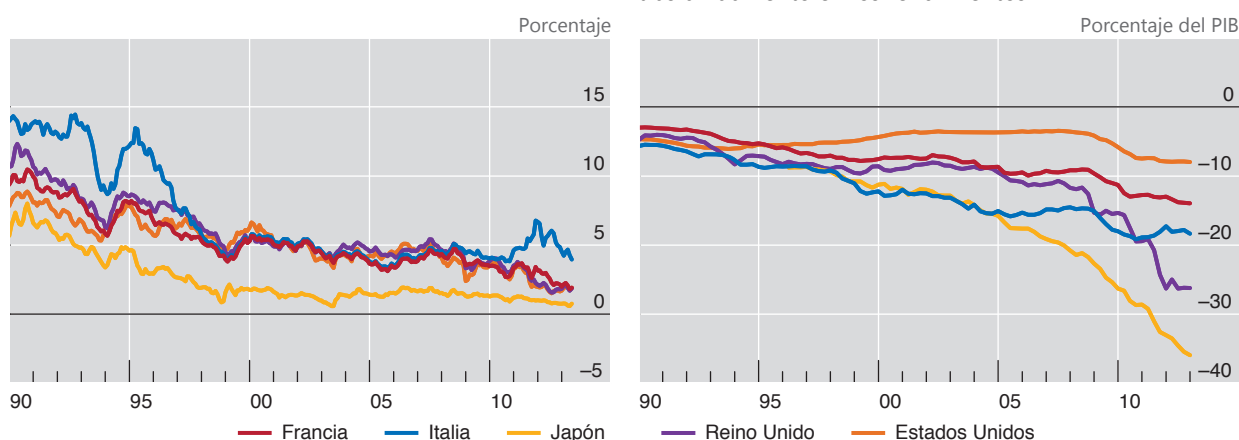
fueron necesarias políticas fiscales anticíclicas para alejar la amenaza de la depresión, ahora la realidad es otra. Como indica el Capítulo IV, numerosos estudios han confirmado que cuando la deuda del sector público supera el 80% del PIB, comienza a ser una rémora para el crecimiento². Con una deuda pública actualmente por encima del 100% del PIB en la mayoría de economías avanzadas y perspectivas de fuertes incrementos del gasto asociado al envejecimiento, sigue siendo crucial lograr la sostenibilidad fiscal a medio y largo plazo.

En último término, un exceso de deuda pública reduce la solvencia del emisor soberano y socava la confianza. Poniendo en orden sus cuentas, los gobiernos pueden contribuir a restaurar el círculo virtuoso entre el sistema financiero y la economía real. Además, con menores niveles de deuda, los gobiernos recuperarían capacidad de respuesta para cuando inevitablemente llegue la siguiente crisis económica o financiera.

Aunque la consolidación fiscal se hace cada vez más acuciante, como muestra el Capítulo IV, han sido escasos los resultados tangibles. En una serie de países, la financiación barata derivada de las reducidas tasas de interés a corto y largo plazo ha atenuado la presión sobre los gobiernos para acometer ajustes fiscales³. Sin embargo, el alivio es transitorio y no está exento de riesgos. Para entender por qué, cabe recordar que en las dos décadas previas a la crisis, las tasas de interés a largo plazo en muchas economías avanzadas rondaron en promedio el 6% (Gráfico I.3, panel izquierdo). Hoy en día, los rendimientos de la deuda a largo plazo en las principales economías avanzadas rondan el 2% (en Japón se sitúan muy por

² Otros tipos de endeudamiento tienen efectos similares: se ha demostrado que una deuda corporativa por encima del 90% del PIB y de los hogares por encima de aproximadamente el 85% lastran el crecimiento; véase S. Cecchetti, M. Mohanty y F. Zampolli, «The real effects of debt», en *Achieving maximum long-run growth*, ponencia presentada en el simposio del Banco de la Reserva Federal de Kansas City en Jackson Hole, agosto de 2011, pp. 145–96.

³ Los rendimientos extraordinariamente bajos reflejan una combinación de factores, donde se incluyen perspectivas económicas de persistente fragilidad, flujos de capitales desde otras economías en busca de refugio, la demanda de activos seguros y líquidos inducida por la regulación, e intervenciones a gran escala de bancos centrales.

Rendimientos de la deuda pública a 10 años¹Variación en los valores de la deuda tras un aumento en los rendimientos²

¹ Promedios mensuales. ² Para cada país, variación estimada en el valor de la deuda negociable en circulación del gobierno general como porcentaje del PIB en cada momento tras un hipotético incremento de 3 puntos porcentuales en los rendimientos a lo largo de la estructura de vencimientos. En el caso de Estados Unidos, Japón y Reino Unido, el cálculo se basa en una estimación de las cantidades negociables en circulación y vencimientos medios, excluidas tenencias del banco central; para Francia e Italia, se basa en una estimación de las cantidades negociables en circulación y vencimientos medios. En el caso de Francia, Italia, Japón y Reino Unido, los datos sobre la estimación de la deuda negociable y los vencimientos medios proceden de la OCDE, fuentes nacionales y el BPI. En el caso de Estados Unidos, los datos sobre la deuda negociable y los vencimientos medios proceden de fuentes nacionales.

Fuentes: OCDE; Bloomberg; Datastream; Global Financial Data; datos nacionales; BPI; cálculos del BPI.

debajo). Cuando las tasas de interés y los rendimientos de los bonos comienzan a subir, los inversores en deuda pública incurrirán en enormes pérdidas.

Un eventual aumento de 3 puntos porcentuales en los rendimientos a lo largo de toda la estructura de vencimientos haría perder a los tenedores de valores del Tesoro estadounidense (excluida la Reserva Federal) más de 1 billón de dólares, el equivalente a casi el 8% del PIB estadounidense (Gráfico I.3, panel derecho). Las pérdidas para los tenedores de deuda emitida por Francia, Italia, Japón y el Reino Unido oscilarían entre aproximadamente el 15% y el 35% del PIB de los respectivos países. No es probable que los rendimientos escalen 300 puntos básicos de la noche a la mañana, pero la experiencia de 1994, cuando los rendimientos de la deuda a largo plazo en una serie de economías avanzadas aumentaron alrededor de 200 puntos básicos en el transcurso de un año, recuerda que puede producirse un gran repunte en relativamente poco tiempo.

Aunque sofisticadas estrategias de cobertura puedan proteger a los inversores individuales, alguien debe asumir el riesgo de tasa de interés en última instancia. De hecho, la pérdida potencial en relación al PIB alcanza máximos históricos en la mayoría de economías avanzadas. Dado que los bancos extranjeros y locales estarían entre los que registrarán las pérdidas, las subidas de las tasas de interés plantean riesgos para la estabilidad del sistema financiero si no se ejecutan con sumo cuidado. A este respecto, será fundamental que los bancos centrales comuniquen de forma clara y con suficiente antelación sus intenciones de endurecimiento.

Los gobiernos deben redoblar sus esfuerzos para garantizar que la trayectoria de sus cuentas públicas es sostenible. El crecimiento simplemente no alcanzará para que la consolidación fiscal se produzca por sí sola; es decir, el denominador del cociente deuda/PIB no crecerá más rápidamente que el numerador. Aplazar

el sufrimiento conlleva el riesgo de forzar una consolidación en condiciones de tensión, que son las que concurren actualmente en una serie de países de Europa meridional. Deben abordarse pronto los problemas fiscales estructurales, para poder evitar un sufrimiento mucho mayor después.

Al mismo tiempo, como también se explica en el Capítulo IV, la calidad del ajuste fiscal es tan importante como la cantidad. La espera no ha dado frutos. Algunos países rezagados se han visto en la tesitura de tener que acometer recortes drásticos e indiscriminados, reduciendo inversiones públicas productivas y subiendo impuestos que socavan el crecimiento. Los que aún tengan elección deberían centrarse en recortar gastos, reduciendo el gasto corriente y las transferencias públicas. En países con una presión fiscal aún baja, debería recurrirse también al aumento de la recaudación fiscal.

Por si fuera poco, numerosos países necesitan adoptar ahora medidas adicionales para reducir el gasto futuro asociado al envejecimiento. Estas medidas, aunque de carácter largoplacista, producirán efectos positivos inmediatos al afianzar la percepción de sostenibilidad fiscal.

Las finanzas públicas de muchas economías de mercado emergentes no se han visto tan afectadas, en parte por no haber estado en el epicentro de la crisis. Sin embargo, las posiciones fiscales de algunas de ellas, aun siendo actualmente satisfactorias, se han cimentado en ingresos derivados de los crecientes precios de los activos y las materias primas. Dado que su sostenibilidad resulta improbable, estas situaciones imponen cautela. En otros casos, el debilitamiento de la demanda mundial ha reducido los ingresos e inducido un mayor gasto, elevando los niveles de deuda pública. Estas amenazas tempranas para la sostenibilidad fiscal, junto con la posibilidad de incrementos del gasto público asociado al envejecimiento, exigirán a las autoridades de las economías de mercado emergentes permanecer alerta.

El sistema financiero: aumentar su resiliencia

La complejidad del sistema financiero presenta un desafío continuo para el marco prudencial. Para garantizar la estabilidad sistémica debe contarse con el capital, la liquidez y los regímenes de resolución adecuados. Todas las instituciones financieras deben disponer de abultados colchones de capital de alta calidad que las protejan frente a pérdidas, así como de colchones de liquidez suficientes para afrontar pérdidas repentinas de la confianza de los mercados. Además, se precisan regímenes de resolución que permitan la quiebra ordenada de instituciones grandes y complejas.

Con todo, acertar con la fórmula idónea para gestionar los riesgos que entraña un sistema financiero cada vez más global y complejo sigue constituyendo un reto para las autoridades financieras de todo el mundo. El Capítulo V argumenta que centrarse en la medición y gestión de estos riesgos es fundamental para establecer un marco prudencial más seguro.

El Capítulo V expone un ejemplo importante de las ventajas de un marco prudencial que acepta la cambiante complejidad del sistema financiero. Tanto una regla simple (por ejemplo, un coeficiente de apalancamiento) como un indicador ponderado por riesgo más complejo tienen sus ventajas y limitaciones como cuantificadores de la solidez bancaria. Sin embargo, ambos son complementarios, por lo que, tomados de forma conjunta, se refuerzan mutuamente, generando más información sobre el grado de riesgo de un banco que cada uno de ellos por separado. Además, es mucho más difícil manipular estas medidas cuando se utilizan simultáneamente. Así pues, en el contexto del debate reciente sobre la complejidad de la regulación, la respuesta de las autoridades debería apoyarse en la capacidad

de refuerzo mutuo de los indicadores sensibles al riesgo y las reglas simples basadas en balances de situación para vigilar y mitigar el riesgo del sistema financiero.

Limitar la gama de actividades bancarias permitidas puede contribuir a atenuar el riesgo sistémico, pero no es probable que sea la panacea. Estas limitaciones reducirán poco la complejidad de los bancos, y, aun cuando simplifiquen su organización a nivel de entidades individuales, su efecto sobre el riesgo sistémico es ambiguo.

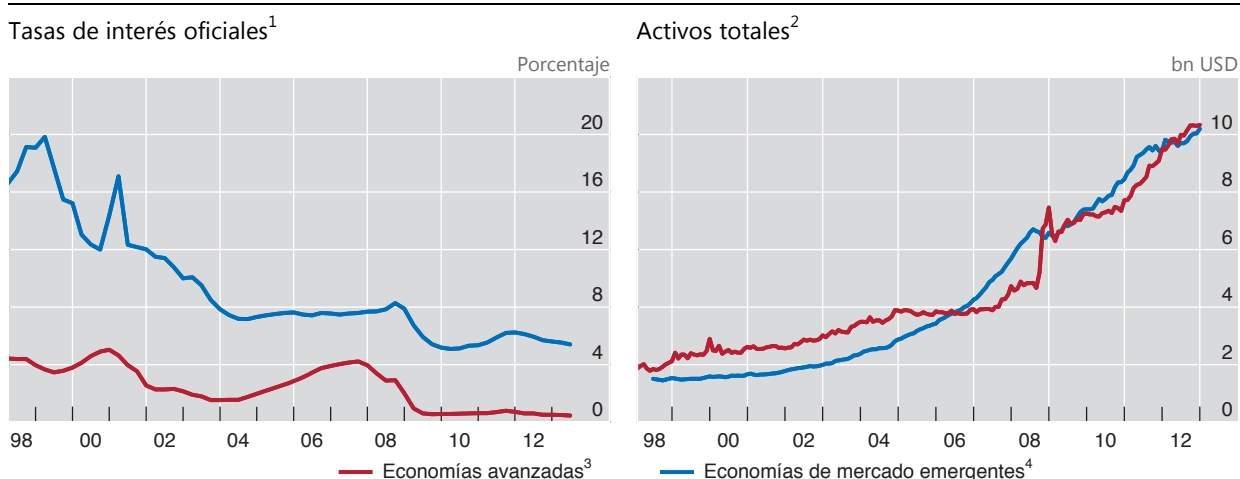
Las normas y estándares en progreso por los que se gobierna el sistema financiero global deben basarse en principios sencillos: internalizar los riesgos sistémicos; exigir capital y liquidez suficientes para alinear los incentivos privados con el interés público; ajustar la sensibilidad al riesgo para reducir la preferencia por activos de alto riesgo; ampliar el perímetro prudencial para mantener los riesgos a la vista de los supervisores (y directivos); y permitir que el sistema regulador evolucione a la par que el sistema financiero. Pero lo que en principio parece sencillo, en la práctica suele ser complicado. Esto significa que el éxito de las reformas financieras depende de definiciones y procesos largos y complejos, lo que obedece a un mero motivo práctico: se puede exigir el cumplimiento de reglamentos detallados, pero no de principios generales.

Política monetaria: concediendo tiempo

Desde el estallido de la crisis financiera, los bancos centrales han ido adentrándose cada vez más en el territorio de las medidas no convencionales. Habiendo alcanzado el límite cero de las tasas de interés, los bancos centrales de las principales economías avanzadas pasaron a acumular activos, que ascienden ahora al 25% del PIB colectivo de sus países. Los bancos centrales de las economías de mercado emergentes también ampliaron sus balances, que ahora contabilizan

Tasas de interés oficiales y activos totales de los bancos centrales

Gráfico I.4



¹ Tasas de interés oficiales o alternativa más cercana; para intervalos de objetivos, el punto medio del intervalo; media ponderada de las economías enumeradas, basada en el PIB y en los tipos de cambio PPA de 2005. ² Total de las economías enumeradas. ³ Australia, Canadá, Dinamarca, Estados Unidos, Japón, Noruega, Nueva Zelanda, Reino Unido, Suecia, Suiza y zona del euro. ⁴ Arabia Saudita, Argentina, Brasil, Chile, China, Colombia, Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, República Checa, Rusia, Singapur, Sudáfrica, Tailandia, Taipei Chino y Turquía.

Fuentes: FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales*; Bloomberg; Datastream; Global Financial Data; datos nacionales.

activos valorados en más del 40% de su PIB. En conjunto, los activos de los bancos centrales de las economías avanzadas y de mercado emergentes han pasado de 10,4 billones de dólares en 2007 a más de 20,5 billones en la actualidad, y sigue ejerciéndose presión sobre ellos para que persistan en sus políticas (Gráfico I.4).

Pese al grado de acomodación monetaria, el crecimiento económico sigue siendo deslucido y la creación de empleo está por afianzarse. Además, las bajas tasas de interés en las economías avanzadas tienen efectos a escala internacional, entre otros, flujos de capital hacia economías de mercado emergentes con altas tasas de crecimiento y hacia algunas economías avanzadas pequeñas. La consiguiente presión alcista sobre el valor de las monedas de esas economías ha obstaculizado las medidas de estabilización interna adoptadas por sus bancos centrales.

La inyección de nuevos estímulos monetarios extraordinarios es cada vez más aventurada, ya que se está alterando el equilibrio entre sus beneficios y costes. El Capítulo VI argumenta que los marcos de política anclados en la estabilidad de precios continúan siendo la base para crecer: sin esa estabilidad, nada se tiene. Ahora bien, como ha demostrado la crisis, no basta con centrarse en un objetivo estrecho de estabilidad de precios a corto plazo, ya que la estabilidad macroeconómica a largo plazo también pasa por alcanzar la estabilidad financiera. El desafío radica pues en modificar los marcos tradicionales de política monetaria para incluir consideraciones de estabilidad financiera de forma efectiva y simétrica.

Todo esto pone en una situación delicada a las autoridades monetarias de las mayores economías avanzadas. ¿Cómo pueden persuadir los bancos centrales a los responsables de los ajustes estructurales para que introduzcan reformas? ¿Cómo pueden evitar que la economía termine dependiendo demasiado del estímulo monetario? ¿Cuál es el momento adecuado para que los bancos replieguen sus políticas expansivas? Y, en ese proceso de repliegue, ¿cómo pueden evitar desencadenar fuertes subidas en los rendimientos de los valores de deuda? Es hora de que la política monetaria comience a dar respuesta a estas cuestiones.

Resumen

Seis años ya desde el estallido de la crisis financiera global, y el crecimiento robusto, autosostenido y equilibrado sigue sin llegar a la economía mundial. Si existiera un camino fácil hacia ese objetivo, ya lo habríamos encontrado. El estímulo monetario por sí solo no puede ser la respuesta, porque el origen del problema no es monetario. Por tanto, los bancos centrales deben lograr retomar su función de estabilización, permitiendo que sean otros quienes se encarguen de los arduos pero esenciales ajustes.

Las autoridades deben acelerar las reformas de los mercados de trabajo y de productos para que los recursos económicos puedan desplazarse con más facilidad hacia sectores de alta productividad. Los hogares y empresas deben culminar la difícil tarea de remediar su situación financiera, y los gobiernos intensificar sus esfuerzos para garantizar la sostenibilidad de las cuentas públicas. Los reguladores deben adaptar las normas a un sistema financiero cada vez más interconectado y complejo y garantizar que los bancos disponen de capital y colchones de liquidez suficientes para cubrir los riesgos asociados. Cada país debe ajustar su calendario de reformas para maximizar su probabilidad de éxito sin comprometer la recuperación económica en curso. Pero, a la postre, las economías solo podrán retomar un crecimiento real fuerte y sostenible si se aplica un rotundo programa de reparación y reformas.