



BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES

Aprovechar el tiempo prestado

Jaime Caruana, Director General del BPI

con motivo de la Asamblea General Anual del Banco celebrada
en Basilea el 23 de junio de 2013

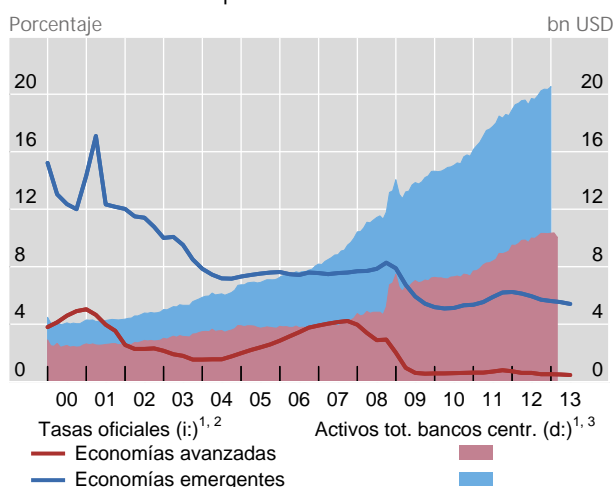
Buenas tardes, señoras y señores:

Desde el estallido de la crisis financiera hace casi seis años, los bancos centrales y las autoridades fiscales han prestado apoyo a la economía mundial desplegando medidas sin precedentes. Las tasas de interés oficiales se han mantenido en torno a cero en las mayores economías avanzadas; los balances de los bancos centrales casi se han duplicado, pasando de 10 a más de 20 billones de dólares; y las autoridades fiscales de casi todo el mundo han ido acumulando deuda, cuyos niveles han crecido en 23 billones de dólares desde 2007. En las economías de mercado emergentes, la deuda pública ha crecido por debajo del PIB, pero en las economías avanzadas lo ha hecho con mucha mayor rapidez, de manera que ahora supera el PIB anual. En el Gráfico 1 se observan estas tendencias.

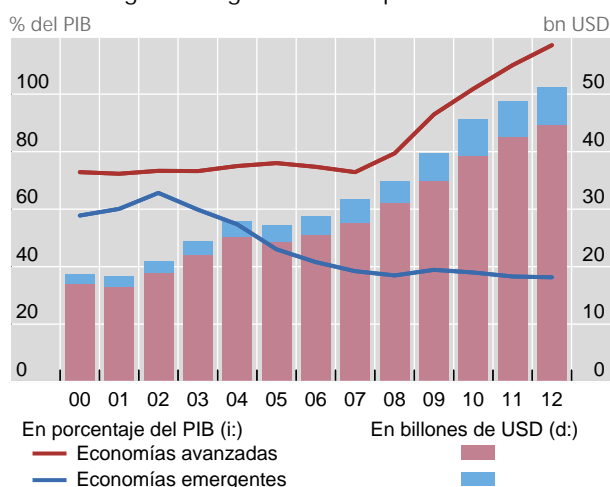
Orientación de la política monetaria y deuda pública

Gráfico 1

La orientación de la política monetaria



Deuda del gobierno general de los países del G-20



¹ Economías avanzadas: Australia, Canadá, Dinamarca, Estados Unidos, Japón, Noruega, Nueva Zelanda, Reino Unido, Suecia, Suiza y zona del euro; economías de mercado emergentes: 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.

² Media ponderada basada en el PIB y en los tipos de cambio PPA del año 2005. ³ Suma de las economías enumeradas.

Fuentes: FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales y Perspectivas de la Economía Mundial*; OCDE, *Economic Outlook*; Bloomberg; Datastream; Global Financial Data; datos nacionales.

Si las autoridades no hubieran respondido con tanta firmeza y determinación, el sistema financiero mundial posiblemente se hubiera colapsado, arrastrando consigo a la economía mundial. No obstante, la consiguiente recuperación mundial se está mostrando renqueante, frágil y desigual. En Estados Unidos, la expansión económica continúa, aunque a un ritmo moderado; en las principales economías de mercado emergentes, el crecimiento está perdiendo ímpetu; y la mayoría de las economías europeas han vuelto a caer en recesión. Al mismo tiempo, la tendencia generalizada hacia un menor crecimiento de la productividad no ha recibido la suficiente atención por las autoridades.

Con el aumento de los riesgos a mediados de 2012, los bancos centrales volvieron de nuevo al rescate. El BCE hizo frente a la inquietud en los mercados prometiendo que haría cuanto fuera necesario dentro de los límites de su mandato para salvar el euro. Después continuó con un programa condicional para comprar deuda soberana de países de la zona del euro en dificultades. Por su parte, la Reserva Federal, el Banco de Inglaterra y el Banco de Japón también introdujeron nuevas medidas expansionistas.



Mientras que las principales economías avanzadas ampliaban sus políticas no convencionales, los bancos centrales de numerosas economías de mercado emergentes bajaban sus tasas de interés objetivo, en algunos casos hasta sus niveles de 2009.

A medida que las condiciones de financiación se volvían aún más favorables, el crédito privado siguió creciendo con rapidez en algunos países, las condiciones de préstamo se relajaron, las cotizaciones bursátiles batieron récords en todo el mundo, los rendimientos a largo plazo cayeron hasta mínimos históricos y los diferenciales de rendimiento se estrecharon. Incluso las empresas más apalancadas consiguieron financiarse a un interés muy inferior al de antes de la crisis.

Ahora bien, estas favorables condiciones de financiación apenas consiguen reavivar el crecimiento a largo plazo si los balances están deteriorados y los recursos mal asignados a gran escala. En numerosas economías avanzadas, la deuda de los hogares continúa siendo muy elevada, al igual que la de las sociedades no financieras. Con ambos sectores esforzándose por reducir su endeudamiento, no es probable que el bajo precio del crédito nuevo ayude a elevar mucho el gasto. De hecho, numerosas empresas grandes están recurriendo a la financiación barata mediante bonos para alargar la duración de sus obligaciones, en vez de invertir en nueva capacidad productiva. Por muy atractivas que sean las condiciones de préstamo, los hogares y las empresas no seguirán endeudándose (ni deberían hacerlo) mientras reparan sus balances.

Y sobre todo, un mayor estímulo no logrará reavivar el crecimiento de la productividad, ni eliminar los obstáculos que impiden a los trabajadores desplazarse a sectores prometedores. El crecimiento financiado con deuda disimuló la pérdida de productividad laboral y la distribución distorsionada a gran escala de recursos en numerosas economías. Incrementar la deuda no reforzará el sector financiero, ni logrará la reasignación de recursos que necesitan las economías para retomar el crecimiento real tan esperado y deseado por las autoridades y los ciudadanos.

Los bancos centrales han ayudado a que los sectores público y privado tengan más tiempo para llevar a cabo los ajustes necesarios, pero no pueden hacerlos por ellos. Asimismo, esta prórroga implica costes. Al mantenerse el estímulo, aumentan los retos que plantea la normalización de la política monetaria, crecen los riesgos para la estabilidad financiera y se hace más ineficiente la asignación de los recursos.

Por último, un prolongado periodo de tasas de interés muy bajas expone todavía más a las economías abiertas a repercusiones que ahora son bien conocidas. Los retos son especialmente graves para las economías de mercado emergentes y las economías avanzadas pequeñas, donde los precios del crédito y los inmuebles han crecido con rapidez. Los riesgos de un auge crediticio nacional en la fase final de ciclo económico ya son de por sí difíciles de gestionar. Estos riesgos y retos que afrontan los mercados y las autoridades se complican aún más ante las fuertes entradas de capital, que exponen a las economías a altibajos repentinos cuando los mercados esperan el repliegue de las políticas no convencionales, como demuestra la volatilidad observada en las últimas semanas.

En resumen, el equilibrio entre los costes y beneficios que lleva asociada la continua relajación de la política monetaria ha ido deteriorándose. El tiempo que han prestado los bancos centrales debe utilizarse para apuntalar los cimientos de un crecimiento sólido a largo plazo. Esto incluye acabar con la dependencia de la deuda, mejorar la flexibilidad económica



para estimular el crecimiento de la productividad, completar la reforma reguladora y reconocer los límites de lo que los bancos centrales pueden y deben hacer.

Acabar con la dependencia de la deuda

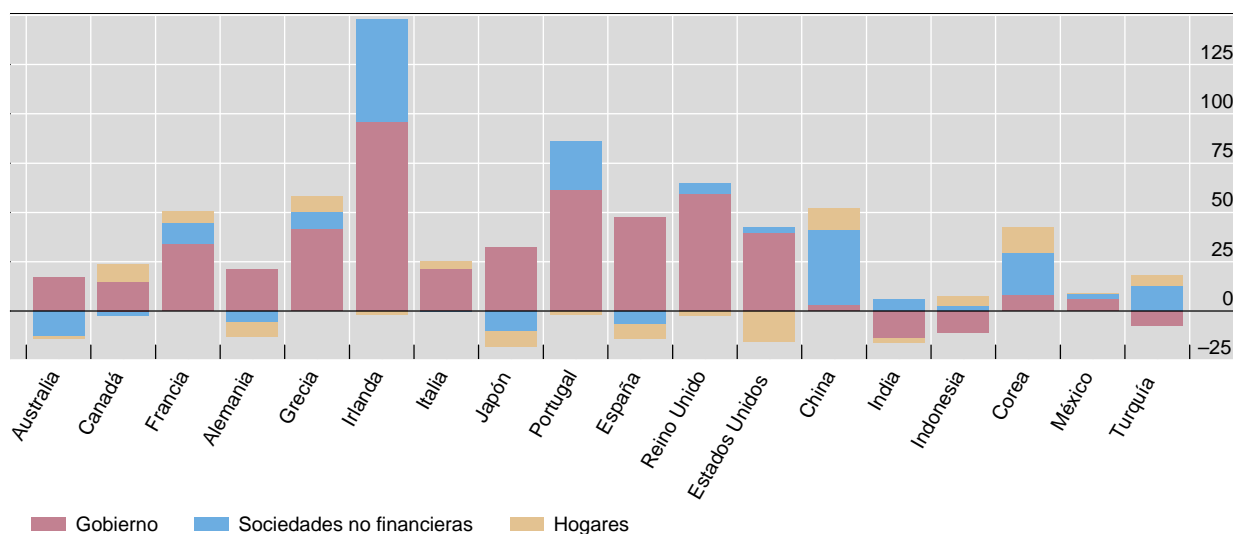
Con el aumento del estímulo monetario, se está rebajando la presión sobre los que tienen que mover ficha. Tasas de interés tan bajas fomentan una acumulación de deuda aún mayor. De hecho, pese al desapalancamiento relativo del sector hogares en algunas economías, el total de deuda pública y privada ha aumentado en general en porcentaje del PIB desde el año 2007. En las economías avanzadas y emergentes del Gráfico 2, la deuda ha crecido unos 20 puntos porcentuales del PIB (aproximadamente 33 billones de dólares), impulsada principalmente por la deuda pública. Esta evolución es a todas luces insostenible.

Las bajas tasas de interés han permitido al sector público retrasar su consolidación a expensas de un mayor deterioro de la calidad crediticia del soberano y de un menor crecimiento a largo plazo. Existe amplia evidencia de que un nivel de deuda pública superior al 80% del PIB frena el crecimiento, al elevar el coste del servicio de la deuda (y la incertidumbre en torno a la futura presión fiscal), aumentar las primas de riesgo soberano y reducir el margen para aplicar política anticíclicas.

Cambio en la deuda, 2007–12

En puntos porcentuales del PIB

Gráfico 2



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

Los esfuerzos de los gobiernos en pos de la consolidación fiscal deben ser más ambiciosos. Los déficits generales medios en las principales economías avanzadas se han estrechado unos 3,5 puntos porcentuales, un resultado similar al de episodios anteriores de ajuste fiscal, pero aun así insuficiente para que la deuda pública retome una senda sostenible. En muchos casos, la deuda del Estado sigue aumentando, pese a que el coste de su servicio se encuentra en mínimos históricos. Las tasas de interés a largo plazo tan bajas hacen que el gasto público parezca barato, pero sería ilusorio pensar que los gobiernos no ven comprometida su solvencia. Los inversores en deuda no dudan en castigarlos en cuanto intuyen que las trayectorias fiscales se han vuelto insostenibles.



La necesidad de realizar ajustes fiscales es especialmente pronunciada para gobiernos con costes de financiación más bajos. Según nuestros cálculos, cuando se tiene en cuenta el aumento del gasto en salud y pensiones, algunos países (como el Reino Unido y Estados Unidos) tendrían que mejorar su saldo presupuestario primario en más de 10 puntos porcentuales para poder reducir su deuda pública hasta el 60% en 2040. El tenor de dichos ajustes es enorme y no sería mucho menor para muchas otras economías avanzadas.

Cuando el crecimiento es robusto, cuesta menos reducir los déficits y los niveles de deuda en proporción al PIB (algunos incluso afirman que no cuesta nada) y la adopción de planes para una futura consolidación podría dar frutos de forma inmediata al mejorar la confianza. Por todo ello, cabría preguntarse por qué no anunciar ahora planes de consolidación, pero actuar más tarde, cuando la situación haya mejorado.

La respuesta es que, si no se actúa ya mismo con contundencia para atajar el problema de raíz, la credibilidad será escasa y el crecimiento probablemente seguirá siendo tan decepcionante como en los últimos años. Como es muy complicado comprometer de forma creíble a los futuros gobiernos, la consolidación se pospone de forma indefinida, o al menos hasta que los inversores en deuda así lo decidan, pero para entonces las consecuencias serán aún mayores y la consolidación tenderá a obstaculizar enormemente el crecimiento.

La cuestión no es *cuándo* acometer la consolidación, sino *cómo*. Las autoridades deben elegir con sumo cuidado la composición del ajuste, con el fin de minimizar los costes a corto plazo de la consolidación fiscal y maximizar el impulso al producto potencial. Las consolidaciones con éxito suelen ser las que se basan en recortes, especialmente del consumo público y las transferencias, y no en subidas de impuestos. Las propuestas para elevar los ingresos deben considerar tributos con menos efectos distorsionadores que los impuestos sobre el trabajo y el capital.

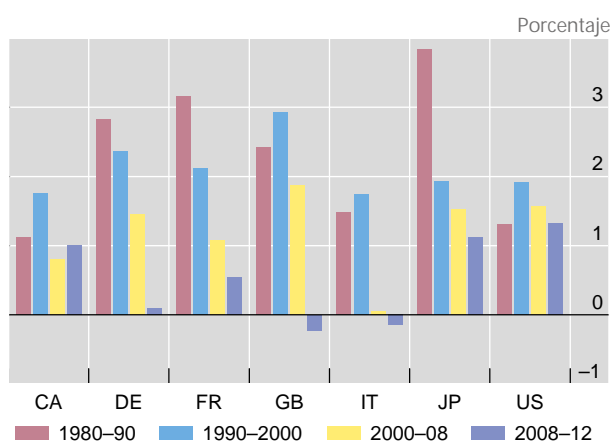
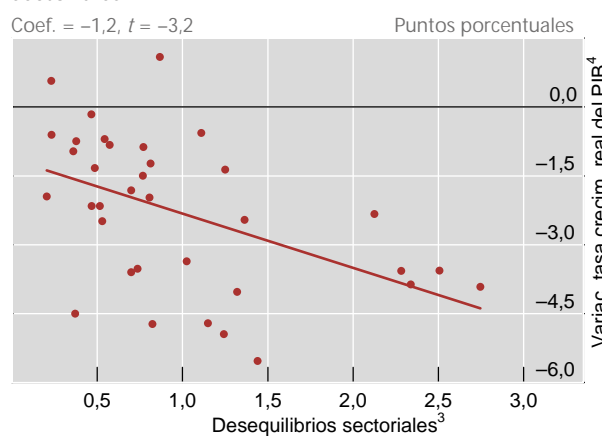
Fortalecer el crecimiento de la productividad

El crecimiento financiado con deuda ha permitido a las autoridades retrasar la ardua labor de eliminar las rigideces que afectan al mercado de trabajo y productos. El auge económico disimuló la necesidad de acometer reformas económicas pese a la asignación de recursos cada vez menos eficiente y estas distorsiones se han visto exacerbadas por el estímulo macroeconómico de los últimos años en respuesta a la crisis. Así pues, la reforma de los mercados de trabajo y de productos ha avanzado con lentitud.

Un crecimiento fuerte y sostenible exige la aceleración de reformas para mejorar la flexibilidad económica. Como muestra el Gráfico 3, el crecimiento de la productividad laboral se ha ido frenando en las principales economías avanzadas, a lo que también ha contribuido la acumulación de amplios desequilibrios sectoriales, especialmente en los desproporcionados sectores inmobiliario y financiero. Estos desequilibrios han dificultado además la creación de nuevos puestos de trabajo, imponiendo enormes costes a nivel individual y para la economía en su conjunto. Tal evolución hace necesarias medidas para mejorar la flexibilidad económica que incentiven la contratación en los sectores más productivos y el desarrollo de nuevos productos y mercados.

Crecimiento de la productividad y desequilibrios entre sectores

Gráfico 3

Crecimiento de la productividad laboral¹Variación del crecimiento del PIB frente a desequilibrios sectoriales²

CA = Canadá; DE = Alemania; FR = Francia; GB = Reino Unido; IT = Italia; JP = Japón; US = Estados Unidos.

¹ Promedio del PIB real anual por hora trabajada. ² El diagrama de dispersión representa a varias economías avanzadas y de mercado emergentes, si bien no incluye a Grecia, que registró una variación del crecimiento de su PIB de -11% y un índice de desequilibrio sectorial de 0,3. Si se incluye Grecia en la muestra, el coeficiente de regresión sería de -0,8, $t = -1,4$. ³ Se define como las variaciones absolutas medias de las participaciones sectoriales del empleo entre el comienzo y el final de la Gran Recesión (2007-09). ⁴ Tasa de crecimiento medio anual entre 2010 y 2012, menos la correspondiente al período 2001-07.

Fuentes: Comisión Europea; FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*; OCDE; cálculos del BPI.

La introducción de reformas y el cambio de comportamientos siempre son tareas complicadas, dado que su coste se paga por adelantado, mientras que sus beneficios se recogen solo en el largo plazo. Sin embargo, las reformas ya se enfrentan a complicaciones de índole económica y financiera, al tiempo que las tasas de interés cercadas a cero y la resuelta actuación de los bancos centrales reducen la prisa por actuar.

Por difíciles que puedan resultar las reformas, son esenciales para alcanzar y preservar la confianza y también para limitar el sufrimiento humano y el daño económico que impone el desempleo de larga duración. Cabe destacar que los avances más claros en estos ámbitos se han producido en países cuyos mercados se han visto más afectados, pero todavía queda mucho por hacer.

Completar la reforma del sector financiero

Un sistema financiero sano es la base de una economía boyante. El crecimiento, la innovación y la creación de empleo requieren una financiación sólida. Los bancos están progresando a ritmos dispares en la recomposición de sus balances. El progreso es palpable en la evolución de los niveles de capital bancario y en los diferenciales de los swaps de incumplimiento crediticio (CDS), pero los bancos de algunos países tienen que hacer más para reconocer sus activos deteriorados y estabilizar la financiación, recuperando con ello la confianza de los inversores.

Los diferenciales de los CDS recogidos en el Gráfico 4 indican que todavía hay que avanzar más, en especial en la zona del euro, donde los bancos han reforzado sus colchones de capital pero aún persiste incertidumbre, sobre todo en torno a la interrelación entre la solvencia de los bancos y de los soberanos. Para romper esa interrelación se precisa la continua consolidación



de las finanzas públicas y, particularmente, pasos más resueltos para completar una verdadera unión bancaria europea, que incluya no solo un mismo conjunto de reglas y un mecanismo de supervisión único, sino además un mecanismo de resolución único y un esquema común de garantía de depósitos.

Ya se han sentado las bases de un sistema mucho más sólido, en un proceso que comenzó con la implementación de las normas de Basilea III sobre capital y liquidez, que se centra ahora en los regímenes de resolución bancaria y que prosigue con reformas sobre los mercados de derivados extrabursátiles y banca paralela (shadow banking).

Para restaurar la confianza en la resiliencia de las instituciones y mercados financieros será necesario implementar las nuevas normas con transparencia y coherencia. Ahora bien, coherencia no significa uniformidad, dado que es necesario respetar la diversidad para que los mercados sean dinámicos y estables. Se trata de encontrar la mejor manera de contrarrestar los incentivos de los bancos para maximizar el capital regulador que declaran.

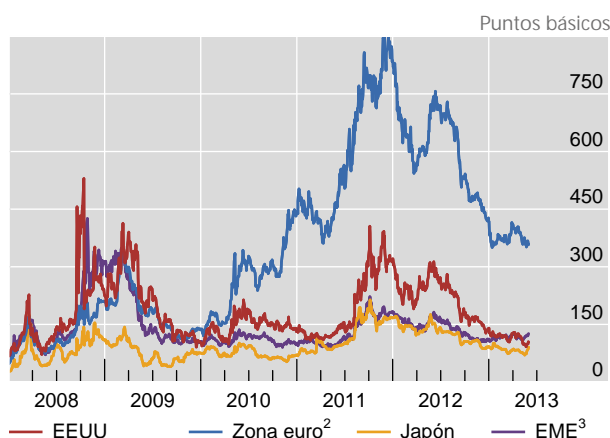
Para que el marco regulador sea efectivo, ha de ser sensible al riesgo y proporcionar a los participantes en el mercado información fiable y comparable sobre los riesgos que asumen los bancos. Al mismo tiempo, debe ser resistente a la incertidumbre inherente a la medición del riesgo. ¿Significa esto que basta con un coeficiente simple para calibrar el riesgo? Probablemente no. Hasta el coeficiente y la regla más simples se vuelven más complejos cuando se plasman en regulaciones. No obstante, la combinación de medidas de balance sensibles al riesgo y un coeficiente de apalancamiento más simple puede propiciar un marco más robusto ante la complejidad y la incertidumbre inherentes a la evaluación del riesgo en un sistema financiero complejo.

En general, los mecanismos nacionales y transfronterizos para resolver una institución financiera no viable sin utilizar fondos públicos reforzarán la confianza en el sistema financiero. Estos mecanismos son esenciales para eliminar las subvenciones públicas implícitas y el riesgo moral asociados a las entidades demasiado grandes para dejarlas quebrar.

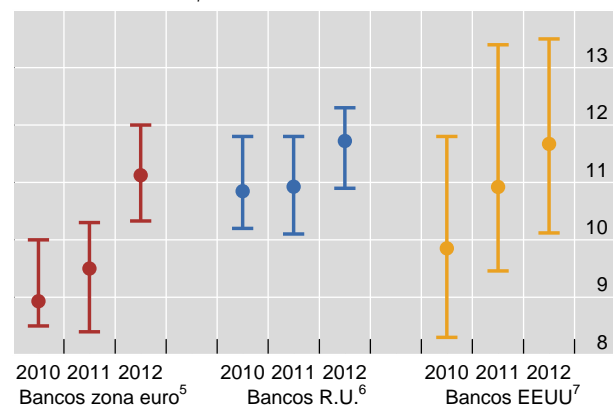
Diferenciales de CDS bancarios y niveles de capital

Gráfico 4

Diferenciales de CDS de bancos¹



Coefficiente de capital básico de Nivel 1 Media e intervalo, final de año⁴



¹ Diferenciales de los CDS a cinco años más recientes, en USD; media simple de una muestra de bancos. ² Alemania, Bélgica, España, Francia, Grecia, Italia, Irlanda, Países Bajos y Portugal. ³ Brasil, China y Singapur. ⁴ Medias simples de una muestra de bancos seleccionados. ⁵ Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, Banco Santander, BNP Paribas, Commerzbank, Deutsche Bank, Société Générale, UniCredit. ⁶ Barclays, HSBC, Lloyds TSB Group, Standard Chartered. ⁷ Bank of America, Bank of New York Mellon, Citigroup, JPMorgan Chase y Wells Fargo.

Fuentes: Bankscope; Markit; cálculos del BPI.



Reconocer los límites de lo que los bancos centrales pueden y deben hacer

Pueden destacarse tres tendencias en torno a las medidas que los bancos centrales han adoptado en el último año para proporcionar mayor estímulo a la economía:

- Primero, aumentaron su intervención en los mercados de deuda pública. La Reserva Federal y el Banco de Inglaterra mantienen ahora una proporción considerable de la deuda en circulación emitida por sus respectivos gobiernos. Si se incluyen los bonos adquiridos por bancos centrales extranjeros en sus intervenciones en divisas, los bancos centrales mantienen actualmente aproximadamente un tercio de todos los títulos del Tesoro estadounidense en circulación.
- Segundo, los bancos centrales dirigieron sus medidas a eslabones específicos del mecanismo de transmisión monetaria, recurriendo a herramientas como programas de préstamo a sectores específicos, como hizo el Banco de Inglaterra con su Programa de Financiación para Préstamos; las compras de títulos de deuda pública de países concretos, como hizo el BCE con su programa de compra de valores en el mercado. Por su parte, la Reserva Federal siguió adquiriendo títulos respaldados por hipotecas, mientras el Banco de Japón subvencionó el préstamo a través de sus medidas para reforzar las bases del crecimiento económico.
- Tercero, los bancos centrales se comprometieron de cara al futuro. La mayoría de estos compromisos tuvieron carácter condicional, como hizo la Reserva Federal al comprometerse a continuar con su expansión de balance al menos hasta que la tasa de desempleo alcanzase un determinado umbral, y el BCE al asegurar que compraría deuda pública de países que cumplieran una serie de requisitos a través de su programa de operaciones monetarias de compraventa.

Media década atrás, la mayoría de estas medidas, por no decir todas, habrían sido impensables. El recurso a ellas muestra cuanta responsabilidad y carga han asumido los bancos centrales.

Pero esta sobredependencia plantea retos significativos para la economía en su conjunto. La introducción de medidas de reforma y saneamiento facilitará la normalización de la política monetaria por los bancos centrales.

Un incremento de las tasas de interés a largo plazo desde sus niveles actuales extraordinariamente bajos (como muestra el panel izquierdo del Gráfico 5) tendrá sin duda un impacto económico y financiero, cuya gravedad dependerá en gran medida de la dinámica que siga el incremento de las tasas. La experiencia indica que la trayectoria alcista de las tasas a largo plazo podría ser abrupta y volátil, y la complejidad del sistema financiero global imposibilita predecir cómo será finalmente dicho ajuste.

Las economías de mercado emergentes podrían verse especialmente expuestas a un repunte de la volatilidad en el mercado y a la reversión de las recientes entradas de capital a gran escala mostradas en el panel derecho del Gráfico 5. Así lo confirma la volatilidad recientemente observada en las tasas de interés de las economías de mercado emergentes, sus mercados bursátiles y sus tipos de cambio.

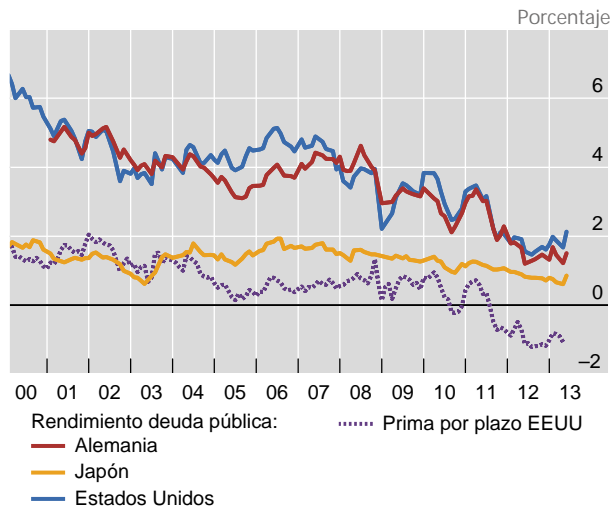
Nadie sabe a ciencia cierta cómo pondrán fin los bancos centrales a sus actuales medidas y qué nuevas medidas adoptarán, pero en cualquier caso, tendrán que esmerarse tanto en la implementación como en la comunicación. Los bancos centrales cuentan ahora con un

repertorio de medidas más amplio que hace seis años, pero llegado el momento, necesitarán suficiente flexibilidad para utilizar esas herramientas según sea necesario. Además, tendrán que tomar decisiones con mucha menor certeza de lo que probablemente deseen, ya que si esperan hasta contar con datos irrefutables, la estrategia de salida puede verse complicada y resultar más costosa. Cuanto mayor sea la escala y el alcance de sus intervenciones, más difícil resultará su reducción.

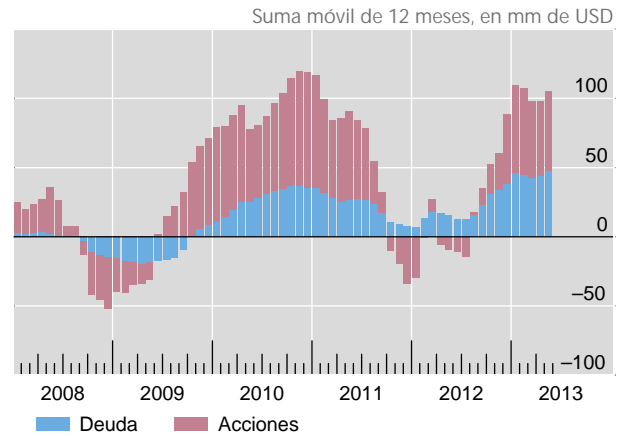
Tasas de interés a largo plazo y flujos de capital

Gráfico 5

Rendimientos de la deuda pública a 10 años y primas por plazo en Estados Unidos



Flujos netos hacia fondos de mercados emergente



Fuentes: Bloomberg; EPFR; cálculos del BPI.

Al margen de los asuntos que rodean su estrategia de salida, el papel de los bancos centrales está cambiando. Un marco de política monetaria anclado en la estabilidad de precios sigue siendo la base para un crecimiento fuerte y sostenible, pero la crisis ha dejado claro que el objetivo de la estabilidad de precios a corto plazo debe complementarse con consideraciones sobre la estabilidad financiera. Esto incluye cómo hacer frente a los auges y recesiones de una manera más simétrica y cómo tener en cuenta las repercusiones internacionales al tomar decisiones. Para afrontar estos retos es necesario comprender y aceptar los límites de lo que los bancos centrales pueden y deben hacer.

Una responsabilidad compartida

Aunque se ha avanzado considerablemente en todos los frentes de reforma, es necesario que todas las partes implicadas hagan buen uso del tiempo que les ha brindado la acomodación monetaria.

Ahora bien, esto no es un llamamiento a favor del endurecimiento indiferenciado, simultáneo e integral de todas las políticas; al contrario, las medidas deben adaptarse a las circunstancias y necesidades de cada país. Tampoco deben aplicarse todas al mismo tiempo, aunque en algunos casos puede ser difícil evitar una reducción generalizada del grado de acomodación, al haber llegado algunas políticas claramente a su límite.

Nuestro llamamiento es actuar ahora con responsabilidad para reforzar el crecimiento y evitar así un ajuste más costoso en el futuro. Es un llamamiento a reconocer que el retorno a la



estabilidad y a la prosperidad es una responsabilidad compartida. La política monetaria ya ha hecho su parte; la recuperación económica pasa ahora por aplicar un conjunto de políticas diversas, haciendo más énfasis en mejorar la flexibilidad y el dinamismo económicos y en estabilizar las cuentas públicas.

Por último, los enormes flujos internacionales de bienes, servicios y capitales hoy en día implican que la estabilidad económica y financiera es una responsabilidad compartida entre países. Los efectos transfronterizos de las políticas nacionales forman parte intrínseca de la globalización. Comprender estas repercusiones y encontrar fórmulas para evitar sus efectos secundarios son prioridades de trabajo del BPI. Las reuniones entre bancos centrales y supervisores, que el BPI facilita y promueve, son esenciales para evitar sesgos nacionales al articular las políticas. Dicho sesgo podría llevar a subestimar la globalización y bloquear con ello el camino hacia el crecimiento sostenido de la economía mundial. Muchas gracias.