

Resumen de los capítulos económicos

Capítulo I

La crisis financiera deja a las autoridades un legado abrumador, especialmente en los países industriales. Al instaurar nuevas políticas, deberán adoptar un enfoque a medio y largo plazo, lidiando al mismo tiempo con una recuperación aún frágil y desigual. Los hogares apenas comienzan a reducir su endeudamiento, por lo que siguen moderando su consumo. Las extraordinarias medidas de apoyo contribuyeron a contener el contagio entre mercados, evitando así lo peor, pero algunas de ellas han retrasado los necesarios ajustes en la economía real y en el sector financiero, donde la reducción del apalancamiento y la recomposición de los balances distan de haberse completado. Todo ello continúa minando la confianza. Existe el riesgo de que las vulnerabilidades que aún persisten en el sector financiero, unidas a los efectos secundarios de unos «cuidados intensivos» prolongados, provoquen una recaída y arruinen los esfuerzos de reforma.

Las medidas de apoyo macroeconómico tienen sus límites. Las recientes reacciones del mercado revelan que en algunos países los estímulos fiscales han llegado a su límite. Diversas economías industriales requieren de inmediato una consolidación fiscal contundente, que deberá ir acompañada de reformas estructurales que faciliten el crecimiento y aseguren la sostenibilidad fiscal a largo plazo. En materia de política monetaria, pese a la frágil coyuntura macroeconómica y a la baja inflación subyacente en las principales economías avanzadas, conviene no olvidar que si las tasas de interés se mantienen próximas a cero demasiado tiempo en un entorno de abundante liquidez, se crean distorsiones que amenazan la estabilidad financiera y monetaria.

Es necesario acometer una reforma fundamental del sistema financiero para asentarlo sobre bases más estables que puedan garantizar altos niveles de crecimiento sostenible en el futuro. Sobre todo, la reforma deberá proporcionar políticas más eficaces de regulación y supervisión que se inserten dentro un marco integrado. Este nuevo marco global para la estabilidad financiera combinaría elementos de las políticas macroeconómica, reguladora y supervisora. Además, con el respaldo de firmes mecanismos de buen gobierno y de la cooperación internacional, dicho marco promoverá no sólo la estabilidad financiera sino también la macroeconómica.

Capítulo II

Mientras algunas economías de mercado emergentes corren el riesgo de sufrir un recalentamiento, el PIB de la mayoría de las economías avanzadas aún se sitúa muy por debajo de su nivel previo a la crisis, pese a los intensos estímulos monetarios y fiscales aplicados. En cuanto a los niveles de deuda pública, su rápido crecimiento plantea cuestiones urgentes sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas.

Aunque los bancos han reforzado sus reservas de capital y sus beneficios han crecido gracias a diversos factores transitorios, siguen expuestos a nuevas pérdidas por impago. Como han demostrado las recientes perturbaciones en los mercados de financiación, las entidades bancarias pueden sufrir importantes tensiones a la hora de refinanciarse si la percepción del mercado se torna en su contra. Aunque los bancos de los países en crisis han avanzado en la recomposición de sus balances, el proceso dista mucho de haber concluido. No deben cejar los esfuerzos por reestructurar y reforzar el sistema financiero.

Los bancos centrales redujeron con determinación las tasas de interés oficiales durante la crisis con el propósito de estabilizar el sistema financiero y la economía real. Estos recortes esenciales, reforzados con medidas no convencionales orientadas a corregir disfunciones del mercado financiero, contribuyeron a evitar el colapso económico. Ahora bien, no cabe prolongar indefinidamente una política monetaria de carácter expansivo. Si las tasas de interés son bajas, pueden distorsionar las decisiones de inversión, y cuando son extremadamente reducidas durante mucho tiempo, pueden plantear riesgos para la estabilidad financiera que deben sopesarse cuidadosamente, ya que podrían incitar a los prestatarios a acortar los plazos de su deuda, facilitar el apalancamiento en posiciones de riesgo y retrasar la necesaria corrección de los balances financieros. Si bien las autoridades pueden y deben abordar estos riesgos con otras herramientas, es posible que tengan que endurecer la política monetaria antes de lo que sugerirían por sí solas las perspectivas macroeconómicas.

Capítulo III

Las economías de mercado emergentes se están recuperando con vigor y están viendo repuntar las presiones inflacionistas. Dadas las bajas tasas de interés oficiales en los principales centros financieros, muchas de ellas temen que sus buenas perspectivas de crecimiento puedan atraer flujos de capitales desestabilizadores que presionen al alza sus monedas. Algunas de estas economías mantienen bajas sus tasas de interés oficiales y combaten dicha apreciación con intervenciones masivas en los mercados de divisas. Estas medidas tienden a ir asociadas a una marcada expansión de los balances bancarios, un intenso crecimiento del crédito y auges excesivos en el precio de los activos. Con todo ello, el riesgo de recalentamiento no hace sino aumentar. Para propiciar un crecimiento nacional y mundial más equilibrado, algunas economías de mercado emergentes podrían recurrir en mayor medida a la flexibilidad cambiaria y al endurecimiento de la política monetaria. Además, las herramientas prudenciales son importantes para mejorar la capacidad de reacción del sistema financiero ante perturbaciones financieras externas e internas, mientras que los controles de capital pueden desempeñar un papel limitado y transitorio, siendo discutible su eficacia a medio plazo.

Capítulo IV

Los niveles de deuda pública que arrastran numerosos países industriales han tomado una senda insostenible. Los déficits presupuestarios actuales, en parte cíclicos pero también inflados por las políticas de respuesta a la crisis, son elevados en proporción al PIB. Al mismo tiempo, el aumento del gasto vinculado al envejecimiento de la población se prevé considerable en las próximas décadas. Lo ocurrido recientemente en Grecia y en otras

Capítulo V

naciones de Europa meridional ha mostrado lo rápido que pueden propagarse a otros países las dudas de los inversionistas sobre la solidez de las cuentas públicas de una economía. Además, los altos niveles de deuda pública pueden lastrar el crecimiento económico a largo plazo y, en último término, constituir una amenaza para la estabilidad monetaria.

Estos riesgos subrayan la urgente necesidad de arbitrar medidas creíbles que reduzcan los déficits fiscales en numerosos países industriales. Abordar los desequilibrios fiscales a largo plazo exige reformas estructurales que fomenten el crecimiento del producto potencial y contengan el incremento futuro de los gastos asociados a la distribución por edades de la población. Dichas medidas pueden tener efectos adversos sobre el crecimiento económico a corto plazo, pero peor sería tener que afrontar la súbita pérdida de la confianza del mercado. Un programa de consolidación fiscal, que recortase los déficits en varios puntos porcentuales del PIB durante algunos años, aportaría importantes ventajas, como tasas de interés a largo plazo bajas y estables, un sistema financiero menos frágil y, en definitiva, mejores perspectivas para la inversión y un crecimiento sostenido a largo plazo.

Capítulo VI

La crisis puso de manifiesto las deficiencias en algunos modelos de negocio del sector financiero. Durante mucho tiempo, las empresas financieras obtuvieron una rentabilidad económica comparativamente baja, pero recurrieron a un elevado apalancamiento para cumplir objetivos de rentabilidad sobre recursos propios. Además, supieron aprovechar al máximo la financiación a corto plazo barata. Esta estrategia elevó la volatilidad de sus beneficios, especialmente en periodos de tensión en los mercados. Desde la crisis, los inversionistas han sido más selectivos a la hora de elegir entidades financieras, favoreciendo a aquellas con modelos de negocio más prudentes y mayor capacidad de reacción. En estos momentos, la prioridad de los responsables de las políticas es incorporar en el marco regulador esta mayor severidad que impone el mercado. Un capital de mejor calidad, un menor apalancamiento y una financiación más estable deberían reforzar la futura capacidad de reacción del sector. Esto no tiene por qué minar la rentabilidad a medio plazo, en especial si la reestructuración prosigue y se elimina progresivamente el exceso de capacidad. Además, unos modelos de negocio más robustos requerirían menores costes de financiación, contribuyendo de ese modo a que la rentabilidad del sector sea alta, estable y sostenida.

Capítulo VII

La estabilidad del sistema financiero se ve socavada por la presencia de incentivos distorsionados y efectos de refuerzo procíclicos. La política macroprudencial, que amplía la perspectiva de la política prudencial tradicional, puede reforzar la capacidad de reacción del sistema financiero ante la prociclicidad adaptando las herramientas prudenciales convencionales. Por ejemplo, podrían acumularse reservas de capital anticíclicas en los periodos de auge, cuando el crecimiento del crédito superase la tendencia, para luego liberarlas durante la desaceleración. Otras medidas, como los límites máximos a la relación préstamo/valor (LTV) en el crédito hipotecario, actuarían como un estabilizador automático, al ejercer un mayor efecto restrictivo durante los periodos de expansión, precisamente cuando los

bancos tienden a conceder más crédito aceptando relaciones préstamo/valor más altas. Dichas medidas podrían contribuir a contener los excesos en el crédito y en el precio de los activos, atenuando con ello la acumulación de vulnerabilidades financieras de carácter sistémico.

Abordar la prociclicidad es una tarea que está estrechamente ligada a la política de estabilización macroeconómica tradicional. Un sistema financiero con mayor capacidad de reacción complementa las políticas fiscales y monetarias anticíclicas para responder a las amenazas que pesan sobre la estabilidad financiera en épocas de desaceleración. Ahora bien, la política monetaria tiene que oponerse más a la acumulación de vulnerabilidades financieras sistémicas durante las épocas de expansión, lo que puede hacer ampliando su horizonte temporal, fomentando así de manera más eficaz la estabilidad de precios a largo plazo.