

I. Construyendo un futuro estable

El pesimismo resulta tedioso, por lo que está abriéndose paso el optimismo. Ahora bien, la actitud pesimista nacida de la lenta recuperación de la crisis financiera, ¿ha quedado superada por la fuerza de los hechos? ¿Realmente se justifica el optimismo? A fecha de hoy, varios hechos avalan una nueva actitud. Las economías de mercado emergentes crecen con vigor, al tiempo que la recuperación parece haber ganado autonomía en los países más afectados por la crisis de 2007–09. No obstante, los retos pendientes son enormes: un altísimo nivel de endeudamiento, desequilibrios mundiales, tasas de interés en niveles extremadamente reducidos, una reforma regulatoria inconclusa y un sistema de estadísticas financieras todavía demasiado tenue para revelar las tensiones que emergen a nivel nacional e internacional.

Las expansiones de la deuda pública ligadas a la crisis han agravado unas trayectorias de política fiscal que ya eran insostenibles, y la deuda del sector privado sigue siendo demasiado elevada. El resultado es que, en la actualidad, autoridades y hogares prácticamente carecen de margen de maniobra. Todas las crisis financieras, en especial las debidas a auges de precios de los activos inmobiliarios alentadas por el crédito, dejan daños persistentes. Pero hemos de cuidarnos de aplicar políticas que retrasarían el inevitable ajuste. Cuanto antes abandonen las economías avanzadas el crecimiento cimentado en el apalancamiento que precipitó la Gran Recesión, antes se desprenderán de la deuda acumulada durante la última década, con sus efectos desestabilizadores, y antes retornarán a un crecimiento sostenible. Ha llegado la hora de reducir el apalancamiento público y privado.

La integración mundial en curso de sistemas y mercados financieros sigue deparando beneficios económicos considerables y tangibles, si bien estos entrañan riesgos que exigen una gestión adecuada. La oferta y demanda agregadas parecen más o menos equilibradas a nivel mundial, pero, tras haber disminuido durante la crisis, los saldos por cuenta corriente aumentan de nuevo, lo que significa que la demanda interna es excesiva en unos países e insuficiente en otros. Y, aunque los desequilibrios por cuenta corriente podrían desaparecer de forma ordenada, se corre el riesgo de que sigan aumentando y alienten medidas proteccionistas. Es aquí donde la cooperación internacional y la coordinación de políticas son más necesarias, y también donde más se echan en falta.

Pero los flujos netos de capital no constituyen el único desafío: importan también los flujos brutos, sorprendentemente grandes, y cuya brusca reversión podría causar estragos en los precios de activos, las tasas de interés e incluso los precios de bienes y servicios en los países implicados. Además, los flujos de capital internacionales permiten un rápido crecimiento del crédito aun en ausencia de ahorro interno. La persistencia de unas tasas de interés inusualmente bajas ha contribuido a fomentar y facilitar dichos flujos.

Numerosos desafíos que hoy afrontamos son consecuencia directa de un tercer año consecutivo de condiciones financieras extremadamente laxas. En las principales economías avanzadas, las tasas de interés cercanas a cero amenazan de forma creciente con reproducir las perturbaciones que originalmente debían contrarrestar. Dado su vertiginoso crecimiento, la preocupación se centró en las economías emergentes cuando la inflación comenzó a repuntar hace casi dos años. Ahora, al acentuarse la carestía de los precios de alimentos, energía y otras materias primas, la inflación suscita preocupación mundial. La conclusión lógica es que la configuración actual de las políticas monetarias a nivel mundial no favorece la estabilidad de precios.

El progreso alcanzado en materia de regulación financiera en el último año representa un logro muy notable. En concreto, se concluyeron y comenzaron a implementarse acuerdos internacionales que establecen requerimientos de capital más exigentes y nuevos estándares de liquidez para el sector bancario. No obstante, quedan grandes retos pendientes y los trabajos prosiguen. Tenemos que garantizar que las instituciones financieras de importancia sistémica estarán en condiciones de superar la próxima gran perturbación cuando esta inevitablemente se produzca. Debemos mejorar los regímenes de resolución en el seno de cada jurisdicción y alcanzar acuerdos entre ellas. Y hemos de seguir construyendo un marco de regulación lo suficientemente robusto y amplio para abarcar todas las instituciones que operen como un banco.

Obviamente, también tenemos que asegurar la aceptación universal del nuevo marco de regulación establecido. Inversores e instituciones financieras deben comprender y aceptar que el panorama financiero ha cambiado y que han de adaptar su comportamiento en consecuencia. El desafío constante al que se enfrentan reguladores y otras autoridades es asegurar el incentivo de cumplir las normas, es decir, garantizar que quienes adopten las decisiones en las instituciones financieras comprendan que redundan en su propio interés actuar de una forma tal que se reduzca el riesgo de colapso sistémico.

Por último, supervisar la actividad financiera y anticipar tensiones requiere disponer de datos sobre mercados e instituciones mejores y más completos que los actuales. Acordar la forma más práctica de subsanar estas carencias en los datos e implementarla rápidamente es también esencial para preservar la estabilidad financiera.

Estos retos, a saber, el elevado apalancamiento público y privado, los desequilibrios mundiales, los riesgos derivados de prolongar una política monetaria muy acomodaticia, la agenda inconclusa de reforma financiera y las carencias en los datos financieros, son los temas de los capítulos económicos del Informe Anual de este año. Para ponernos en situación, en primer lugar se ofrece una breve reseña de los acontecimientos financieros y económicos del año pasado y, a continuación, un resumen de los capítulos que seguirán.

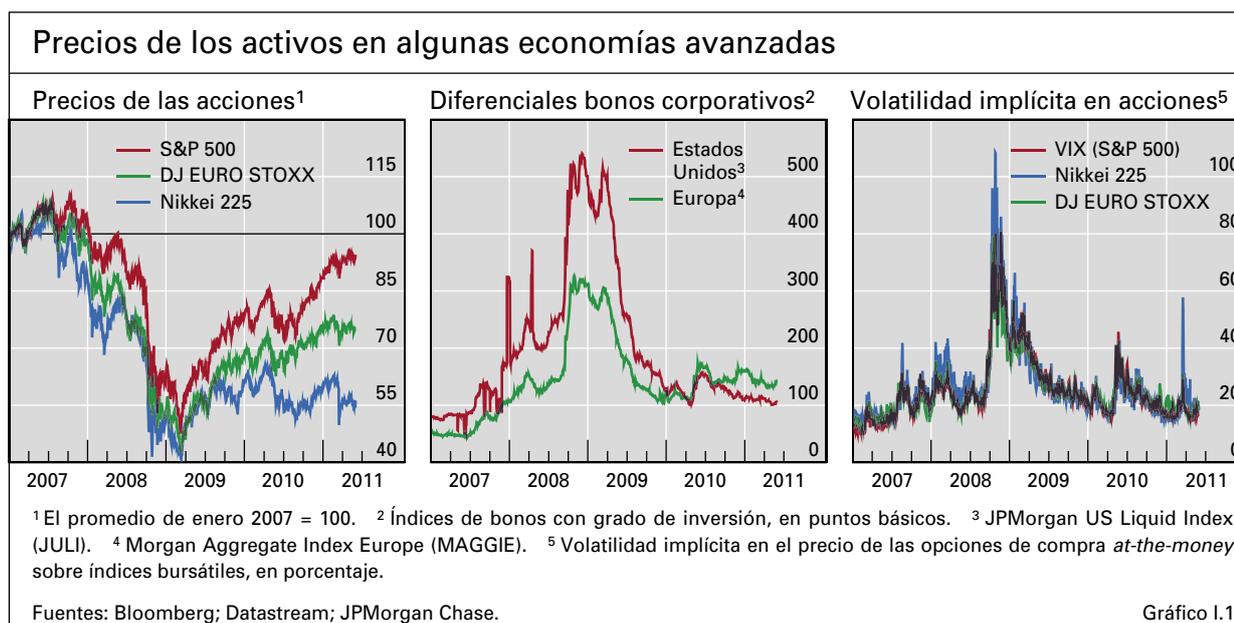
El año en retrospectiva

Dos procesos dominaron el panorama económico y financiero el año pasado: la creciente confianza en que la recuperación había devenido autosuficiente y las persistentes repercusiones de los problemas de deuda soberana que afectaban a unos pocos países de la periferia de la zona del euro.

Recuperación en las economías avanzadas

Durante buena parte de 2010, la recuperación de las principales economías avanzadas transcurrió por una senda un tanto tortuosa. La debilidad de los datos macroeconómicos, unida a la evolución de los problemas fiscales de la zona del euro, hizo temer que el crecimiento pudiera estancarse e incluso revertirse. La respuesta de los principales bancos centrales fue aplazar la normalización de las políticas y proporcionar un estímulo con la instauración o la ampliación de medidas extraordinarias.

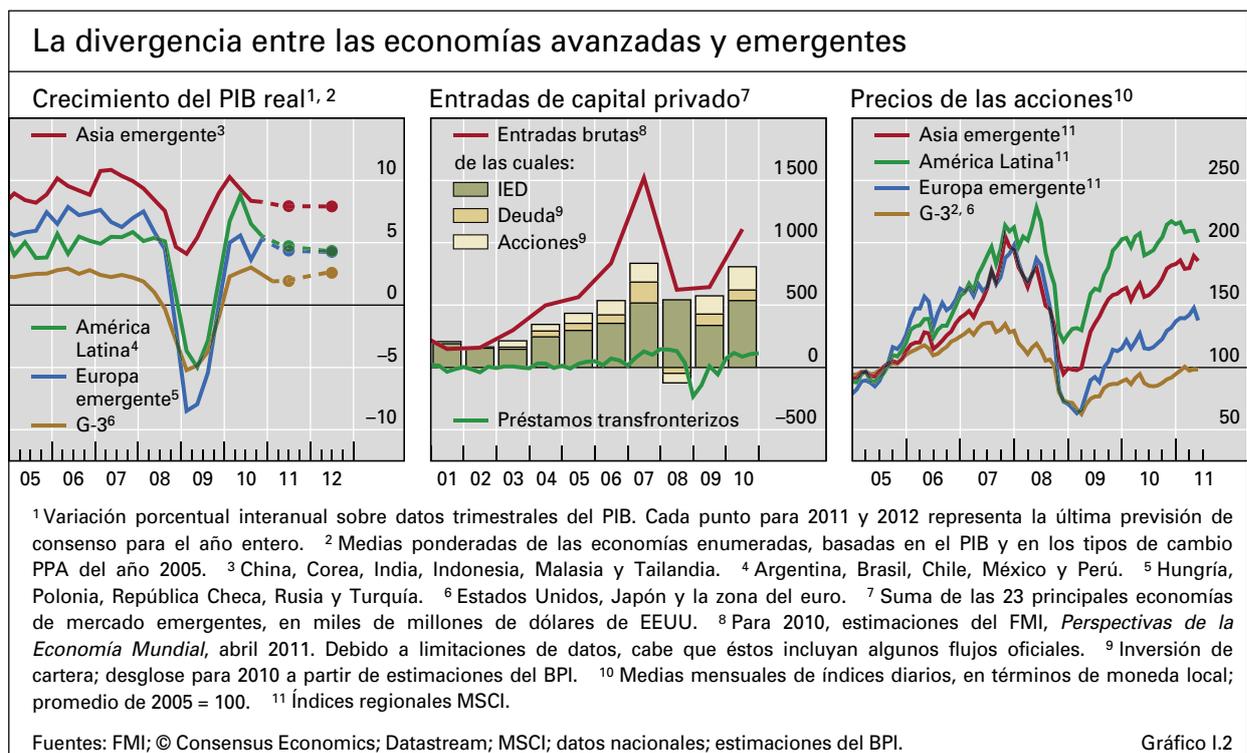
En octubre de 2010, el Banco de Japón anunció un programa dotado con 5 billones de yenes en virtud del cual adquiriría diversos activos para intentar reducir las primas de riesgo y elevar los precios de los activos. Un mes más tarde, la Reserva Federal estadounidense emprendió una segunda ronda de adquisición de valores del Tesoro (el programa de compra de activos a gran escala conocido como QE2) con la intención de añadir 600 000 millones de dólares a su balance para junio de 2011. Anticipándose al movimiento de la Reserva Federal, los mercados habían comenzado a apostar por un alza en los precios de los valores de renta variable y renta fija estadounidenses mucho antes del anuncio de principios de noviembre. La cadencia alcista del mercado salió reforzada tras aprobar el Congreso de EEUU, en diciembre de 2010, un proyecto de ley de estímulo económico dotado con 858 000 millones de dólares adicionales. Más en general, una sucesión cada vez más continua de buenas noticias económicas contribuyó a avivar las expectativas, así como a elevar los precios de los activos de riesgo y a reducir la volatilidad implícita, en Europa, Japón y Estados Unidos (Gráfico I.1).



El devastador terremoto, y posterior tsunami, que asoló Japón a principios de marzo de 2011 atrajo la atención mundial, pero solo hizo mella en el optimismo por breve tiempo. A fecha de hoy, las interrupciones resultantes en la cadena de suministro no parecen revestir gravedad suficiente como para impedir un crecimiento mundial sostenido.

La actividad económica se mantuvo firme en las principales economías de mercado emergentes (Gráfico I.2, panel izquierdo). Conscientes de la dispar recuperación mundial, los inversores siguieron reorientando sus carteras hacia mercados emergentes (panel central), cuya renta variable batió a la de las economías avanzadas (panel derecho). Este comportamiento desigual persistió hasta principios de 2011, cuando la inquietud suscitada por el recalentamiento de la actividad y por la inflación, unida a las preocupaciones geopolíticas asociadas a la inestabilidad en Oriente Medio y África del Norte, provocaron una retirada de algunos mercados emergentes.

Si bien gran parte del aumento de precios de los activos en el último año reflejó la mejora de los fundamentos macroeconómicos, el cambio de actitud también desempeñó un papel importante. Los agentes del mercado habían ido retomando gradualmente su disposición a asumir riesgo, como cabría esperar en las etapas iniciales de una recuperación cíclica. Un proceso relacionado fue el resurgimiento de la innovación financiera, con un intenso desarrollo de nuevos instrumentos y vehículos como fondos cotizados sintéticos, pagarés vinculados a materias primas y fondos de inversión libre (*hedge funds*) en materias primas. En cierto modo, el renacer de la innovación es una buena señal, aunque la aparición de productos cuyos riesgos no están calibrados por perturbaciones de los mercados suscita vívidos recuerdos del periodo previo a la crisis financiera. La renovada asunción de riesgo y la

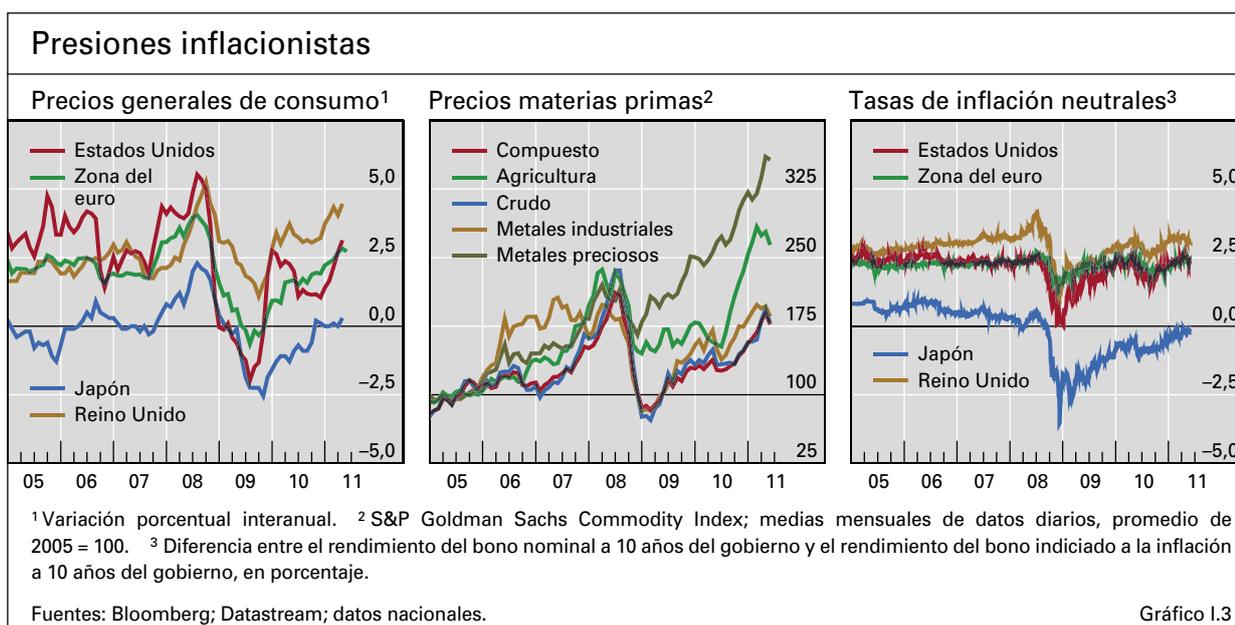


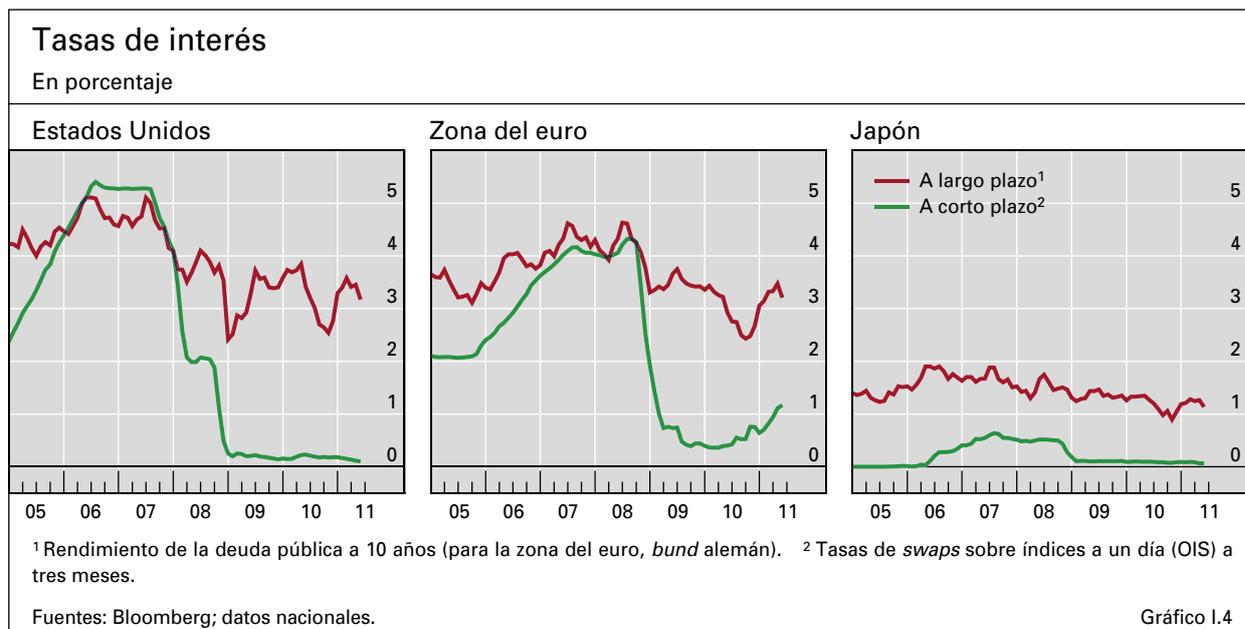
innovación plantean, pues, un reto importante a las autoridades responsables de la estabilidad financiera.

Las presiones inflacionistas obligan a revisar las expectativas de política monetaria

En las principales economías avanzadas, las expectativas de inflación iniciaron una elevación gradual después de que la atonía económica abatiese durante un tiempo la presión alcista sobre los precios de consumo. Junto con la menor holgura en la capacidad productiva instalada, el encarecimiento de alimentos, energía y otras materias primas contribuyó de forma considerable a las presiones inflacionistas a corto plazo durante buena parte del año pasado (Gráfico I.3, paneles izquierdo y central). Las significativas alzas en los precios de los alimentos reflejaron el efecto conjunto de una menor oferta mundial relacionada con factores climáticos y la pujante demanda debida al crecimiento mundial. En el caso de algunas materias primas, los reducidos niveles de inventario exacerbaban las presiones al alza sobre los precios, si bien pudo también influir el mayor interés inversor por las materias primas como clases de activos. Adicionalmente, la inestabilidad política en Oriente Medio y África del Norte durante el primer trimestre de 2011 hizo temer posibles interrupciones en los suministros, coadyuvando a subidas particularmente intensas en el precio del petróleo.

En este contexto, las tasas de inflación neutrales a 10 años comenzaron a repuntar en las principales economías avanzadas a mediados de 2010 (Gráfico I.3, panel derecho). Gran parte de la subida se debió, sin embargo, al rápido aumento de la compensación por inflación *a corto plazo* (primas por riesgo de inflación e inflación esperada). Pese a evidentes presiones sobre los precios a corto plazo, las expectativas de inflación neutral para horizontes temporales dilatados siguieron relativamente estables, lo que sería indicativo de que la credibilidad de los bancos centrales a largo plazo estaba intacta, al menos de momento.



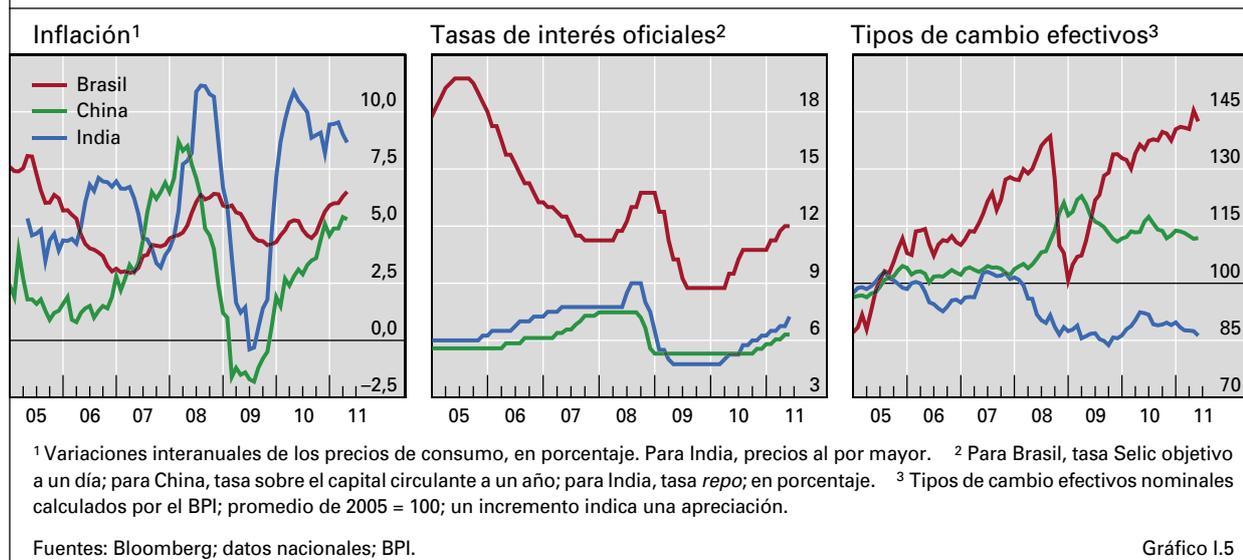


Ahora bien, controlar la inflación a largo plazo exigirá endurecer la política monetaria, y con una inflación a corto plazo al alza, eso significa acelerar la normalización de las tasas de interés oficiales. Las mayores tasas de interés a corto plazo esperadas contribuyeron a elevar el rendimiento de los bonos a largo plazo hasta comienzos de 2011 (Gráfico I.4).

Entre las principales economías avanzadas, el primer endurecimiento de la política monetaria ocurrió en Europa a principios de 2011. El encarecimiento de las materias primas había contribuido a elevar la inflación de los precios de consumo en la zona del euro hasta el 2,7% en marzo, muy por encima de la definición de estabilidad de precios del BCE (en un nivel inferior, aunque próximo, al 2%). En respuesta, y alegando un posible deterioro adicional de las perspectivas de inflación, el BCE subió 25 puntos básicos las tasas de interés oficiales en abril de 2011. En el Reino Unido, la inflación medida por el IPC superaba desde diciembre de 2009 el objetivo del Banco de Inglaterra del 2%, alcanzando un máximo del 4,5% en abril de 2011 (efecto, en parte, del incremento del IVA). El Comité de Política Monetaria no ha movido ficha por ahora, pero cabe preguntarse cuánto tiempo podrá mantener su política actual.

En las economías de mercado emergentes las presiones inflacionistas también se acentuaron. El enérgico crecimiento económico, sumado a un peso relativamente elevado de alimentos y materias primas en sus índices de precios de consumo, originó aumentos de precios, moderados en Brasil, pero significativos en China y la India (Gráfico I.5, panel izquierdo). En respuesta, las autoridades siguieron tomando medidas graduales para endurecer las condiciones monetarias. El Banco Popular de China elevó varias veces tanto su tasa de interés oficial como el coeficiente de reservas mínimas, al tiempo que el Banco de la Reserva de la India y el Banco Central de Brasil continuaron endureciendo su política (Gráfico I.5, panel central). Sin embargo, las tasas de interés reales se mantuvieron bajas o incluso negativas en algunas economías de mercado emergentes.

Algunas economías emergentes: inflación, tasas oficiales y tipos de cambio



Con tasas de interés al alza en los mercados emergentes y en mínimos históricos o rondándolos en economías avanzadas, los inversores reorientaron sus carteras hacia activos con mayores rendimientos, en parte reforzando sus posiciones en estrategias de *carry trade* con instrumentos de renta fija de mercados emergentes. Financiadas a tasas de interés muy bajas en monedas como el dólar estadounidense y el franco suizo, estas posiciones apuestan a que el amplio diferencial de tasas de interés compensará con creces eventuales movimientos acomodantes en los tipos de cambio.

El desplazamiento en la financiación tiene dos efectos potencialmente perjudiciales. En primer lugar, al inducir la apreciación de las monedas de las economías de mercado emergentes receptoras de flujos de capital, reduce la competitividad de sus exportaciones y frena su crecimiento. En economías que están recalentándose, dicha apreciación forma parte del proceso natural de reequilibrio. En segundo lugar, los grandes flujos financieros transfronterizos brutos pueden alentar una expansión insostenible del crédito y provocar auges de precios de activos. Lo que comienza como respuesta a unos fundamentos económicos firmes puede convertirse en una seria amenaza para la estabilidad financiera.

Para contener o siquiera retardar la apreciación nominal de sus monedas, varios países han ido acumulando reservas adicionales de divisas. Algunos también introdujeron o aumentaron los impuestos cobrados a los no residentes que invierten en sus mercados monetarios: Brasil, cuya moneda experimentó una fuerte apreciación (Gráfico I.5, panel derecho), elevó la tasa impuesta a la inversión en renta fija extranjera; Tailandia eliminó las exenciones fiscales a tenedores extranjeros de deuda nacional, y Corea revisó el tributo que grava los rendimientos de la deuda pública en manos foráneas.

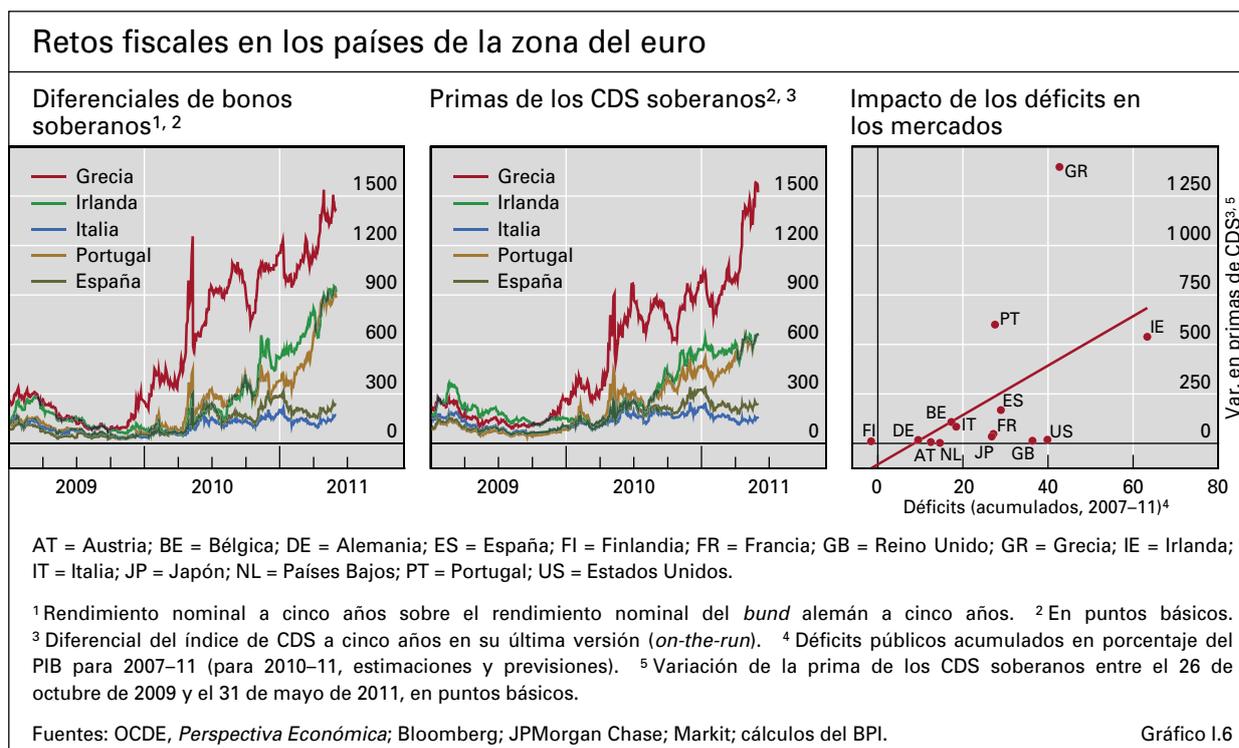
Persiste la preocupación por la situación fiscal en la zona del euro

En varios países de la periferia de la zona del euro, la inquietud por la situación fiscal, surgida a finales de 2009, se intensificó y perduró durante todo el año pasado. Tras las primeras medidas adoptadas, los rendimientos de la deuda pública y los diferenciales de los *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS) de esos países retrocedieron desde sus máximos de mayo de 2010, si bien poco después avanzaron de forma sostenida (Gráfico I.6). Al deteriorarse la situación de Irlanda en noviembre, los diferenciales se ampliaron aún más, e igual sucedió con Grecia, Portugal y España.

Otro factor que impulsó los diferenciales de crédito en la zona del euro a finales de 2010 fue el acuerdo alcanzado en octubre por los gobiernos de Francia y Alemania —y luego respaldado por el resto de la Unión Europea— por el que se permitía imponer quitas a los tenedores de bonos soberanos en caso de que un país no pudiese atender el servicio de su deuda. Ante la escalada de los diferenciales de crédito, los ministros de Economía y Finanzas de varios países europeos reiteraron más tarde que tal reparto de pérdidas se aplicaría únicamente a la deuda emitida después de 2013. Esa declaración, con el anuncio posterior de un paquete de ayudas a Irlanda y la compra continuada de bonos por el BCE, calmó temporalmente la situación.

A principios de 2011, los diferenciales de crédito aumentaron de nuevo en algunos países de la zona del euro. Pero no todas las noticias fueron malas, ya que se anunciaron algunas medidas de austeridad fiscal y la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (EFSF) lanzó con éxito en enero su primera emisión de bonos de la UE.

Aunque está previsto que el EFSF cese en su actividad a mediados de 2013, su función de apoyo a emisores soberanos de la UE en dificultades será



asumida por su sucesor, el Mecanismo Europeo de Estabilidad (ESM). A principios de marzo, los Jefes de Estado o de Gobierno de la zona del euro aprobaron algunas líneas generales del ESM, al tiempo que adoptaron un Pacto por el Euro, que, entre otras cosas, exige que los Estados miembros traspongan a su respectiva legislación nacional las reglas fiscales del Pacto de Estabilidad y Crecimiento de la UE. Pese a estos avances, subsisten dudas sobre la eficacia en el corto plazo de los instrumentos acordados y, debido a cuestiones de financiación, sobre la idoneidad en el largo plazo del ESM.

La crisis empeoró en abril de 2011, cuando Portugal se convirtió en el tercer país de la zona del euro en solicitar asistencia de la UE, después de que el rechazo parlamentario al plan de austeridad propuesto forzase la dimisión del Gobierno. La demora en las negociaciones sobre el paquete de ayudas, junto con la erupción de protestas populares en varios países, provocaron un mayor deterioro del sentimiento inversor, y la incesante tendencia al alza de los diferenciales de crédito de los países afectados por la crisis prosiguió en el segundo trimestre. Como resultado, la carga financiera de la deuda de países como Grecia y, en menor medida, Portugal e Irlanda, pareció entrar en una dinámica incontrolable. En el marco institucional de un banco central como el BCE, independiente y vigilante de la estabilidad de precios, la inflación no entra en la ecuación que resuelve el problema. Lo que deja solo dos opciones, ninguna de ellas fácil. La primera es reestructurar la deuda. Sin embargo, las implicaciones de un incumplimiento parcial de los compromisos de pago sobre la deuda soberana en circulación podrían ser extremadamente difíciles de controlar, en especial considerando las pérdidas que tendrían que asumir los bancos. La segunda opción es la mutualización, en virtud de la cual otros países de la zona del euro asumen una parte de la deuda de los países en dificultades. La primera opción sería difícil de gestionar; la segunda sería ardua de promover entre un electorado europeo ya de por sí escéptico.

La situación fiscal en otros países

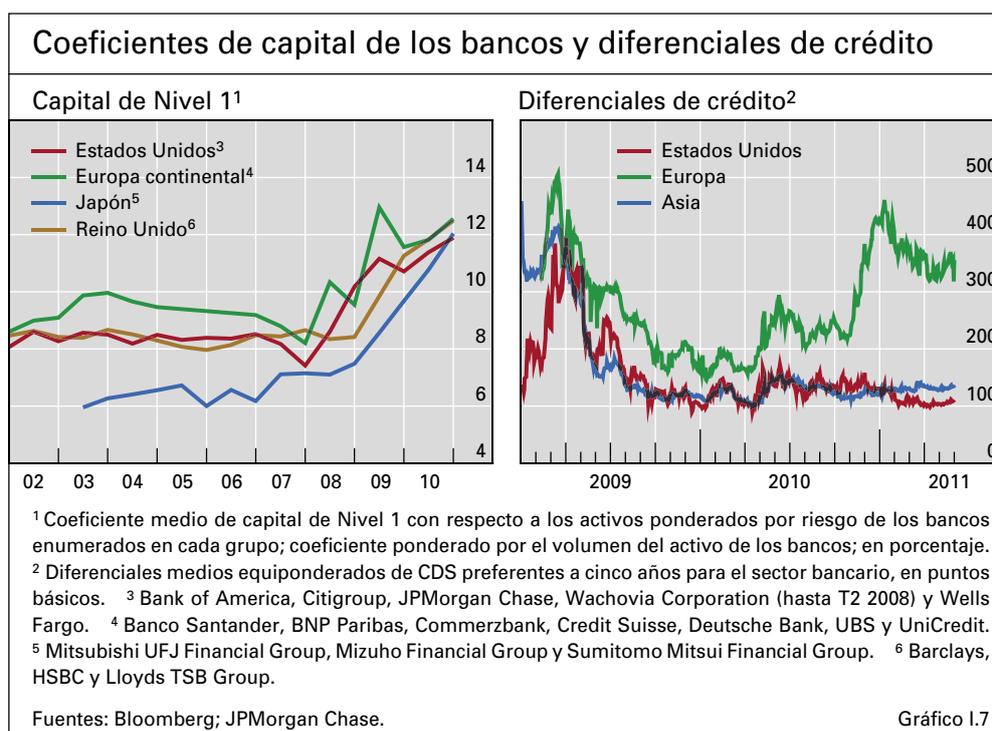
Mientras que la desconfianza de los inversores obligó a los políticos europeos a actuar repetidamente el año pasado, los desequilibrios fiscales en otros países, como Estados Unidos, el Reino Unido y Japón, apenas tuvieron impacto apreciable en los mercados (Gráfico I.6, panel derecho). No obstante, el Gobierno británico entrante en mayo de 2010, consciente del riesgo que comporta cualquier demora, anunció una serie de medidas de austeridad. Las agencias de calificación crediticia ratificaron los riesgos de índole fiscal a que se enfrentan importantes emisores soberanos de economías avanzadas. En enero de 2011, Standard & Poor's (S&P) redujo la calificación crediticia de Japón y, en meses posteriores, Moody's, S&P y Fitch rebajaron su perspectiva de «estable» a «negativa», aduciendo entre otros factores los previsibles costes asociados al terremoto y tsunami de marzo. En abril de 2011, S&P revisó por vez primera a la baja la perspectiva a largo plazo para la deuda soberana de Estados Unidos (también de estable a negativa), señalando la mayor probabilidad de que pudiera perder la calificación AAA de no emprender el saneamiento de sus finanzas.

Los balances bancarios mejoran, sin dejar de ser vulnerables

Las entidades financieras siguieron mejorando sus balances en las economías avanzadas (Gráfico I.7, panel izquierdo). La revalorización de los activos y una pendiente de la curva de rendimientos pronunciada les ayudaron a generar enormes beneficios durante la mayor parte del año pasado, a lo que también contribuyó la menor dotación de provisiones exigidas para insolvencias. Sin embargo, los diferenciales de CDS bancarios, que en Estados Unidos y Asia permanecieron estables, en Europa alcanzaron niveles inéditos desde 2009 al temerse por la exposición a la deuda soberana de ciertos países de la periferia de la zona del euro (Gráfico I.7, panel derecho). El mayor aumento en los diferenciales lo experimentaron los bancos de los países que afrontaban los retos fiscales más arduos, aunque aquellos de países centrales de la zona del euro también se vieron afectados, lo que pone de relieve la estrecha relación que existe entre la estabilidad fiscal y la financiera: las minusvalías latentes en bonos de emisores soberanos que atraviesan por dificultades fiscales merman la solvencia de los bancos tenedores y el importe de los activos que pueden utilizar como garantía para captar financiación.

Siguiendo el precedente sentado por Estados Unidos en mayo de 2009, la Unión Europea realizó pruebas de tensión para evaluar la resistencia de su sistema bancario ante diversas perturbaciones económicas y financieras. (Los reguladores suizos, por su parte, sometieron simultáneamente su sistema a prueba.) Los resultados, publicados en julio de 2010, indicaban que solo siete de los 91 bancos examinados requerían capital adicional (por un importe total de 3 500 millones de euros).

Inicialmente, los mercados financieros acogieron bien los resultados: los diferenciales de crédito de emisores soberanos se estrecharon y mejoraron las condiciones en los mercados monetarios europeos. Pero la reacción se



tornó negativa cuando algunos analistas escépticos arguyeron que las pruebas no habían sido lo suficientemente exigentes. Su acierto quedó probado cuando varios bancos irlandeses se vieron forzados a buscar aval oficial apenas pocos meses después de haber superado con éxito las pruebas, desencadenándose con ello la crisis de deuda soberana de Irlanda. Una nueva prueba de tensión a principios de 2011 reveló que la banca irlandesa necesitaría 24 000 millones de euros adicionales, lo que elevaría la inyección total de capital por el Estado irlandés a no menos de 70 000 millones de euros.

En Estados Unidos, el examen practicado por la Reserva Federal a los 19 mayores bancos del país mostró una mejora significativa en sus recursos propios en los dos años de crisis transcurridos, habiendo reforzado su capital con más de 300 000 millones de dólares entre finales de 2008 y de 2010. Obtenido el visto bueno, los bancos estadounidenses quedaron liberados de restricciones sobre el porcentaje de beneficios que podían destinar al pago de dividendos y recompras de acciones, anunciando de inmediato varios de ellos incrementos de decenas de miles de millones de dólares en dichas partidas.

Perspectivas para este año

Habida cuenta del importante papel que desempeña el sistema financiero en el crecimiento económico, contar con un entorno financiero sólido constituye un requisito previo fundamental para alcanzar la estabilidad económica en el futuro. Para crear y cultivar este entorno es necesario encarrilar las finanzas públicas y privadas hacia la senda de la sostenibilidad, reducir los grandes desequilibrios por cuenta corriente y de los flujos financieros brutos que surgen de la actividad internacional, y garantizar la estabilidad de precios en el medio plazo. Para establecer un entorno financiero duradero también es preciso concluir las reformas en la regulación y solventar las principales carencias en los datos actualmente disponibles, que merman la capacidad para detectar tensiones emergentes en mercados, instituciones e instrumentos financieros.

Retos fiscales

Después de la Gran Recesión, los niveles de deuda pública han aumentado de forma drástica, en especial en las economías avanzadas. Según indicamos antes, en los países de la periferia de la zona del euro los problemas fiscales ya han socavado la confianza de los inversores hasta un punto en el que los costes de endeudamiento de los gobiernos han alcanzado niveles insostenibles. Durante más de un año, las autoridades europeas se han afanado por aprobar medidas temporales para los países más perjudicados, mientras analizaban el modo de diseñar una solución creíble y viable a largo plazo. Es imperativo que las autoridades terminen lo que han empezado, y que lo hagan de una vez por todas.

Los problemas fiscales de algunos países de la zona del euro condujeron a aumentos desorbitados en los diferenciales de los CDS y en los rendimientos de la deuda pública. Sin embargo, como ya se ha mencionado, otros emisores soberanos de economías avanzadas con déficits presupuestarios en máximos

históricos y niveles de deuda pública enormes no han encontrado dificultades en los mercados (o al menos ninguna claramente asociada al deterioro de su situación fiscal). Tres factores que pueden estar afectando al trato incoherente en apariencia que dispensa el mercado a las tensiones fiscales en cada país son la diferente distribución de la deuda entre los sectores público y privado, la distinta proporción de deuda soberana en manos de no residentes y el hecho de que el país en cuestión posea una moneda nacional propia e independiente. Los países con menor deuda privada tendrán más capacidad para devolver su deuda pública y, cuando esta esté en manos de residentes, puede existir mayor disposición a efectuar su devolución. Asimismo podría influir una política cambiaria y monetaria independiente, dado que confiere una mayor flexibilidad a las autoridades económicas.

No obstante, o se tiene la confianza de los mercados o no se tiene. Es pues probable que la pérdida de confianza en la capacidad y disposición de un Estado para devolver su deuda tenga que ver más con un cambio repentino en la percepción del mercado que con uno gradual. Esto significa que los gobiernos renuentes a abordar sus problemas fiscales se arriesgan a un castigo severo y repentino. Y, llegado ese día, la experiencia enseña que las medidas de consolidación fiscal necesarias para recuperar la confianza de los inversores serán mucho mayores y más difíciles y dolorosas de lo que podrían haber sido.

Según se expone en el Capítulo II, las autoridades fiscales deben adoptar políticas ágiles y creíbles que reconduzcan la deuda a niveles sostenibles, tomando para ello medidas a corto plazo para reducir los déficits en que han incurrido durante la costosa recesión, y al tiempo afrontar los retos a más largo plazo derivados de desequilibrios estructurales. En muchos países tal tarea estructural implica asumir que, debido al envejecimiento poblacional, los sistemas de pensiones y las prestaciones sociales actualmente previstos son, sencillamente, demasiado costosos de mantener¹.

El reto fiscal se complica aun más por el hecho de que el mero regreso a la política fiscal previa a la crisis no será suficiente. Esto es cierto, al menos, por dos razones. En primer lugar, las posiciones fiscales anteriores a la crisis financiera hacían gala de una bonanza poco realista, motivada por los ingresos fiscales derivados de un auge insostenible del crédito y del precio de activos. Y, en segundo lugar, deben acumularse superávits cíclicos a modo de colchón al que poder recurrir ante necesidades de estabilización futuras. Dado que los gobiernos actúan como compañías de seguros, es necesario que dispongan de fondos de reserva. Esto significa que no basta con operar con arreglo a una regla de equilibrio cíclico en el que los superávits fiscales de las épocas de expansión salden los déficits de los periodos de recesión.

¿Y qué decir del riesgo de que adoptar medidas de austeridad agresivas pueda resultar contraproducente al obstaculizar el crecimiento económico? En las economías avanzadas, en las que la recuperación parece haber devenido autónoma, este riesgo es mucho menor que hace un año. (En la mayoría

¹ S. Cecchetti, M. Mohanty y F. Zampolli, «The future of public debt: prospects and implications», *BIS Working Papers*, n.º 300, marzo 2010.

de economías de mercado emergentes, este riesgo prácticamente no existe.) Sin embargo, más importante aun es el hecho de que, en algunos casos, las perspectivas fiscales a largo plazo no han mejorado, al menos no lo suficiente. La conclusión inevitable es que el principal riesgo es «actuar poco y tarde» y no tanto «actuar mucho y pronto».

Retos en los balances del sector privado

La estabilidad financiera también requiere ajustes en la situación patrimonial de los hogares y en los balances de las entidades financieras y no financieras. El endeudamiento del sector privado sigue siendo elevado en Estados Unidos y Europa, donde, tal y como expone el Capítulo II, será preciso avanzar en el desapalancamiento para mantener o recuperar la confianza del mercado.

Una de las causas principales de la crisis financiera estuvo en un auge insostenible del sector inmobiliario, tanto residencial como comercial, alentado por el endeudamiento en algunos países, de modo particular Estados Unidos. El resultado fue un elevado volumen de crédito concedido a los hogares, que aún no se ha reducido lo suficiente, y una cartera de hipotecas comerciales de dudoso valor económico. Todo ello proyecta sombras sobre el sistema financiero y sobre la actividad económica de una serie de países.

Las instituciones financieras con problemas han continuado saneando sus balances. Aun así, una vez más, sigue quedando trabajo por hacer. Se han valorado activos deteriorados de forma más realista, desalentando la práctica de seguir clasificando préstamos fallidos como productivos (denominada «*evergreening*»), destinando beneficios a dotar reservas y captando capital en los mercados financieros. Sin embargo, las tasas de interés en niveles mínimos, al mismo tiempo que han dado a los bancos el margen de maniobra para adoptar las medidas necesarias, han reducido también los incentivos para progresar en dicho saneamiento. Con la fase de normalización de políticas a la vuelta de la esquina, las instituciones financieras deben completar pronto lo que han empezado. El hecho de que el sistema financiero haya estado acumulando un importante riesgo de tasa de interés a medida que se prolongaba la fase bajista de las tasas oficiales no hace sino poner de relieve la urgencia de estas medidas.

Aparte de las dificultades visibles en sus balances, el sector privado se enfrenta a problemas estructurales que se tardará tiempo en resolver. En los años anteriores a la crisis, el crecimiento estuvo fuertemente sesgado hacia el sector financiero y la construcción. En varios países, estos sectores crecieron desproporcionadamente en comparación con el conjunto de sus economías, y ahora han de contraerse. Como la mayoría de los ajustes, esta contracción no estará exenta de sufrimientos en el corto plazo. La reasignación de recursos no solo afectará a quienes hayan trabajado o invertido en estos sectores, sino también al crecimiento agregado y a los ingresos públicos.

Las economías de mercado emergentes lograron capear lo peor de la crisis, pero muchas de ellas corren ahora el riesgo de acumular desequilibrios muy similares a los observados en las economías avanzadas en el periodo anterior a la crisis. Por ejemplo, los precios inmobiliarios en varias economías de mercado emergentes están subiendo a un ritmo sorprendente, al tiempo

que la deuda del sector privado aumenta con fuerza. Las autoridades de estas economías deberían asumir que las lecciones aprendidas durante la crisis financiera no se aplican solamente a las economías avanzadas.

Desequilibrios internacionales

Tras una breve pausa motivada por la crisis, los desequilibrios internacionales en los flujos financieros, tanto brutos como netos, vuelven a entrar en escena, creando vulnerabilidades y complicaciones para las autoridades a todos los niveles. Los déficits y superávits por cuenta corriente están generando grandes flujos netos de capital. Pero un país con grandes flujos de entrada netos se expone a sufrir inestabilidad financiera en caso de que su sector financiero no logre asignar eficientemente ese nuevo capital, y se expone a padecer una brusca y severa depreciación de su moneda si dichos flujos se invirtiesen.

Los flujos transfronterizos potencian el crecimiento y el desarrollo, y benefician con ello a todos. Aunque pueden tener efectos indirectos adversos, obstruir esos flujos o impedir la integración financiera internacional que los facilita no es la solución. Antes bien, los beneficios que generan deben ser asegurados, al tiempo que se abordan sus consecuencias adversas, acometiendo ajustes nacionales estructurales, mejorando la coordinación internacional de políticas y reforzando el marco de estabilidad financiera.

Lo que se necesita son políticas que en los países con déficit fomenten el ahorro y en los países con superávit promuevan el consumo. La variación de los tipos de cambio reales por sí sola, si bien será esencial, no será suficiente. No obstante, los principales países se resisten al ajuste de los tipos de cambio reales. Según examina el Capítulo III, salir del atolladero en que se hallan las políticas requerirá una coordinación internacional que reparta la carga del ajuste entre los países con mayores déficits y superávits. Sin esa cooperación, los enormes desequilibrios por cuenta corriente, los grandes flujos financieros netos que generan y las vulnerabilidades resultantes no dejarán de aumentar.

Los enormes flujos financieros brutos, que peligrosamente son eclipsados por la arraigada preocupación sobre los desequilibrios por cuenta corriente, también están creando riesgos. En los últimos años estos flujos han generado enormes posiciones brutas en los balances en todo el mundo, en algunos casos sin flujo neto alguno. La crisis financiera puso de manifiesto que la acumulación de posiciones de inversión brutas puede derivar en importantes desajustes cambiarios, de liquidez y de otro tipo que pueden propagar y amplificar perturbaciones, generando una dañina volatilidad en el sistema financiero internacional. Además, los flujos internacionales brutos hacen posible un rápido crecimiento del crédito, eliminando la restricción que el mero ahorro nacional impondría sobre la expansión del crédito, suavizándola.

Según analiza el Capítulo III, la principal defensa frente a los riesgos que representan los grandes flujos brutos consiste en un conjunto de políticas macroeconómicas que promuevan la estabilidad monetaria y la sostenibilidad fiscal. Las medidas de regulación y macroprudenciales desempeñan un papel secundario mientras que, en última instancia en circunstancias extraordinarias, los controles de capital pueden servir como medida de contención provisional.

Política monetaria

Los retos de política monetaria, ya de por sí difíciles, se están intensificando. El mayor riesgo reside en que repunten las expectativas de inflación a largo plazo, y la actual evolución de los precios y el tono de las políticas nos llevan en la dirección equivocada. Conforme disminuye la capacidad productiva ociosa, aumenta la probabilidad de que los incrementos en los precios de alimentos y energía provoquen efectos de segunda ronda sobre la inflación. Además, el riesgo de unas expectativas de mayor inflación a largo plazo se intensifica por las políticas monetarias poco convencionales que se siguen aplicando, los enormes balances que acumulan los bancos centrales en las principales economías avanzadas y la percepción de que se puede caer en la tentación de aceptar una inflación elevada para reducir el coste real de los crecientes niveles de deuda pública.

Como se indica en el Capítulo IV, las autoridades monetarias tienen ante sí un trabajo muy complicado. Deben encontrar la forma de normalizar las tasas oficiales o se arriesgan de lo contrario a poner en peligro la credibilidad que vienen labrándose en la lucha contra la inflación. Tal y como demuestra la experiencia de los años 70 y 80, una vez que se disparan las expectativas de inflación, reconducirlas resulta costoso y lleva mucho tiempo. En el caso de las economías de mercado emergentes, donde sus respectivos bancos centrales todavía trabajan por afianzar la credibilidad en su lucha contra la inflación, las presiones inflacionistas están aumentando y las autoridades se enfrentan a la acumulación de riesgos asociados a crecimientos intensos del crédito y del precio de los inmuebles.

Teniendo en cuenta las masivas compras de deuda pública realizadas por los bancos centrales, estos corren el riesgo de dar la imagen de que sus esfuerzos se dirigen a suavizar las tensiones de la deuda soberana o bien de que sus políticas resultan ineficaces por las actuaciones de los gestores de deuda. Los bancos centrales deben evitar dar la más mínima muestra de que se sirven de la relajación monetaria como excusa para monetizar la deuda pública. Los mercados y la opinión pública deben mantener su confianza en que las políticas de expansión de balances de los bancos centrales constituyen un medio para mantener la estabilidad de precios y en que, ante el aumento del riesgo de inflación, dichas políticas se normalizarán con prontitud.

En este sentido, la independencia de los bancos centrales es la base sobre la que se asienta su credibilidad y constituye la mejor defensa frente a las incipientes amenazas inflacionistas. De hecho, la importancia de su independencia se aplica a otros ámbitos de política económica y, en concreto, debería servir de referencia para la organización de las autoridades macroprudenciales (Recuadro).

Reforma de la regulación

La reforma de la regulación avanza con paso firme pero seguro. El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea ha acordado un nuevo marco de normas de capital y liquidez, o Basilea III, cuyos detalles se describen en el Capítulo V. Las reformas crean un sistema bancario más sólido, que será más eficiente

Buen gobierno de la estabilidad financiera y los bancos centrales

La reciente crisis financiera puso de relieve la necesidad de que los bancos centrales participen en el diseño y ejecución de la política de estabilidad financiera e hizo plantearse la forma óptima de organizar esa función. Dado que los bancos centrales operan en una amplia variedad de marcos institucionales, contextos históricos y entornos políticos, no existe un único modelo correcto de organización para todos ellos. Con todo, la crisis enseña cuatro lecciones que pueden conformar las iniciativas internacionales dirigidas a mejorar la función de estabilidad financiera de los bancos centrales⁹.

Para que la política de estabilidad financiera sea eficaz, los bancos centrales deben participar en su formulación y ejecución. Existen tres razones principales para ello. La inestabilidad financiera puede afectar al entorno macroeconómico, con consecuencias importantes para la actividad económica, la estabilidad de precios y el proceso de transmisión de la política monetaria. Los bancos centrales son los proveedores de liquidez de última instancia, y la provisión adecuada de ésta es crucial para la estabilidad financiera. Además, poseen una perspectiva macroeconómica y un conocimiento de instituciones, infraestructuras y mercados financieros que son indispensables para el ejercicio de una función macroprudencial.

Tener claras las funciones y competencias de todas las autoridades implicadas en la política de estabilidad financiera —bancos centrales, supervisores, entidades aseguradoras de depósitos, departamentos del Tesoro y organismos de defensa de la competencia— es de máxima importancia para una adopción de decisiones pronta y eficaz, para gestionar las ventajas e inconvenientes de toda decisión y de cara a atribuir responsabilidades. La claridad es necesaria para reducir el riesgo de desajuste entre lo que la opinión pública espera y lo que un banco central puede ofrecer. Conocer quién es responsable en cada ámbito en las distintas fases de una crisis puede agilizar las decisiones. Y la claridad sobre competencias y facultades contribuye a fomentar la asunción de responsabilidades. Aun siendo difícil definir y articular de forma operativa los conceptos asociados a la estabilidad financiera, conviene tratar de esclarecer estos aspectos. En especial en el caso de bancos centrales con amplias competencias en la materia, podría ser útil anunciar públicamente una estrategia de estabilidad financiera que aclarase las intenciones del banco central y la forma en que prevé conciliar la necesidad de alcanzar múltiples objetivos.

Cuanto mayores sean las facultades reconocidas al banco central para adoptar medidas de urgencia que respalden la estabilidad financiera, mayores habrán de ser su capacidad de asunción de riesgo y la robustez de los mecanismos de transmisión de pérdidas financieras al Tesoro. En qué momento asumirá este último la responsabilidad sobre los riesgos financieros, y en virtud de qué mecanismos, son aspectos que deberán quedar claramente definidos.

Actualmente, la rendición de cuentas de los bancos centrales en política monetaria se basa en gran medida en la transparencia. En principio, las funciones de estabilidad financiera también necesitarán esta transparencia. Es esencial, pues, dar a conocer las decisiones adoptadas en este ámbito y las razones que las motivaron, si bien se impondría cierto retraso al divulgar determinados elementos de dichas decisiones cuando su comunicación inmediata pudiera inducir comportamientos que provocasen inestabilidad.

Sea cual fuere el mandato en materia de estabilidad financiera, el banco central necesita instrumentos, facultades y mecanismos de salvaguarda idóneos. Cuando tuviera atribuidas competencias macroprudenciales, el banco central deberá disponer de instrumentos que utilice con autonomía, o mecanismos que le permitan instar —o incluso exigir— la intervención de otras autoridades que estén facultadas para adoptar las medidas oportunas.

Para desempeñar sus cometidos, los bancos centrales también necesitan tener acceso a información muy diversa: sobre calidad de las garantías, solvencia de instituciones que recaben liquidez auxiliar, situación de instituciones de importancia sistémica, e interconexiones entre instituciones, mercados y sistemas. Todo ello puede requerir la puesta en común de copiosa información entre diversas agencias. Asimismo, puede ser necesario que se les faculte para obtenerla directamente de las entidades financieras a través de su potestad para solicitar informes y, en su caso, llevar a cabo inspecciones presenciales.

⁹ Véase el informe *Central bank governance and financial stability*, elaborado por el grupo de estudio Central Bank Governance Forum presidido por Stefan Ingves, 2011.

El mandato de los bancos centrales en materia de estabilidad financiera y los mecanismos de buen gobierno deben ser compatibles con sus competencias de política monetaria. Para ejecutar satisfactoriamente esta política, el banco central será independiente en sus decisiones que afecten a las condiciones monetarias, lo que implica tener el control sobre su propio balance.

Cuando varias agencias compartan competencias de supervisión macroprudencial, puede ser útil constituir consejos conjuntos, integrados por las agencias competentes. Estos órganos servirían como foro de intercambio de información y asesoramiento, o para la toma conjunta de decisiones. En el primer caso, la transparencia de las recomendaciones y los requisitos del tipo «cúmplase o explíquese» reducirían el riesgo de que las consultas se quedasen en mera formalidad. En el segundo, deberán especificarse con claridad los mecanismos de toma de decisiones. En ambos casos, el diseño de los procedimientos de decisión prestará especial atención a la capacidad de cada autoridad para cumplir sus obligaciones propias e independientes.

Cuatro ejemplos recientes de nuevos mecanismos institucionales de política macroprudencial ilustran los diferentes planteamientos que cabe adoptar en diferentes contextos institucionales. En Malasia se creó en 2009, en el seno del banco central, un nuevo órgano ejecutivo competente en estabilidad financiera. En el Reino Unido se ha constituido, pendiente de sanción legislativa, un Comité provisional de política financiera dentro del Banco de Inglaterra cuyo cometido se centra en la dimensión macroprudencial de la estabilidad financiera, incluido el uso de instrumentos de tipo microprudencial a efectos de procurar la estabilidad general del sistema. En ambos casos, los nuevos órganos de decisión residen en el propio banco central. Por el contrario, en los nuevos mecanismos establecidos en la Unión Europea y Estados Unidos, el Consejo Europeo de Riesgo Sistémico (CERS) y el Consejo de Estabilidad Financiera (Financial Stability Oversight Council, FSOC), las competencias en el ámbito macroprudencial recaen en órganos de decisión y de coordinación de varias agencias. En todo caso, los bancos centrales retienen la mayoría de control en las votaciones del CERS y son los principales responsables de proporcionarle información de análisis. En el caso de Estados Unidos, el FSOC decide si una institución es sistémica, pero la Reserva Federal, en su calidad de supervisor de entidades de importancia sistémica, establece normas reguladoras más exigentes para estas. En los cuatro ejemplos mencionados, los mandatos de los órganos macroprudenciales no abarcan la política monetaria, respetándose de este modo la plena capacidad de los bancos centrales para perseguir sus propios objetivos y decidir en materia de tasas de interés.

en la asignación del crédito a la economía y menos vulnerable a costosas crisis financieras.

Las reformas recogidas en Basilea III incluyen requerimientos mínimos de capital más exigentes, tanto en términos de una cuantía mínima de capital más elevada como de una mayor calidad del mismo, para de este modo cubrir más riesgos. Además, Basilea III introduce las reservas de capital contracíclicas con el objetivo de limitar la amplitud de los ciclos del crédito. También introduce requerimientos de liquidez, pues una lección de la crisis es que, dejados a su entera discreción, bancos y otros intermediarios financieros mantendrían reservas de liquidez absolutamente inadecuadas. En el marco de Basilea III, las instituciones financieras deberán mantener activos líquidos suficientes para hacer frente a toda una variedad de perturbaciones.

Sin embargo, la tarea no ha concluido y persisten retos importantes. Entre ellos, la necesidad de garantizar que las instituciones financieras de importancia sistémica (SIFI) lo sean en menor grado. Para ello, es preciso determinar primero qué instituciones tienen importancia sistémica y establecer después las medidas necesarias para dotarlas de suficiente capacidad de reacción. Los reguladores están trabajando en determinar cuánta capacidad

adicional de absorción de pérdidas deberían tener las SIFI globales. Asimismo, si bien el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) ha emitido recomendaciones para potenciar la supervisión de las SIFI, sus particulares aún deben ser fijados por los supervisores nacionales, los órganos normativos y el propio FSB. Este proceso se complica por la existencia de varios tipos de SIFI. Así, por ejemplo, los riesgos que entrañe el balance de una compañía de seguros probablemente deberán abordarse de forma distinta a los que entrañen los de un banco.

Además de dotar a las SIFI de mayor capacidad de reacción, reduciendo la externalidad que generan para el conjunto del sistema financiero, deben diseñarse regímenes de resolución que garanticen que estas puedan enfrentarse a su quiebra de forma ordenada. Se están logrando avances en los marcos jurídicos y de políticas a fin de potenciar la capacidad de las autoridades para gestionar y resolver instituciones gravemente dañadas con los menores efectos perturbadores posibles para el conjunto del sistema financiero.

Otra de las claves para establecer las bases de un sistema financiero estable consiste en ampliar el perímetro de regulación más allá de las instituciones financieras tradicionales hasta abarcar las entidades del sector financiero informal (*shadow banking*), es decir, aquellas empresas que operan transformaciones de plazos o liquidez al margen del actual sistema bancario regulado. El sector financiero informal podría generar un importante riesgo sistémico al poder exhibir un gran apalancamiento y participar en volúmenes importantes de transformaciones de vencimientos mientras mantiene estrechos lazos con bancos comerciales. Además, dichas entidades pueden ejercer sus actividades de formas no totalmente transparentes.

Los bancos —a menudo los de importancia sistémica— suelen obtener grandes beneficios patrocinando actividades del sector financiero informal a las que tienen una significativa exposición directa o indirecta, incluidas líneas de crédito de respaldo y diversos tipos de mejoras crediticias. Es precisamente esta relación del sistema bancario con el sector financiero informal, incluidas las garantías explícitas e implícitas prestadas a los tenedores de pasivos de estos últimos, lo que origina algunos de los riesgos más perniciosos para la estabilidad financiera. En comparación, los fondos de inversión y *hedge funds*, no obstante los enormes volúmenes de dinero que manejan, representan un riesgo sistémico menor dado que normalmente exhiben una vinculación con los bancos y un apalancamiento menores.

Al ir completándose la elaboración de las nuevas normas internacionales, es esencial que las autoridades nacionales las plasmen en normativas legales y reglamentarias de forma oportuna y consistente a nivel internacional. Cualquier intento de postergar o desvirtuar los acuerdos alcanzados implicará poner en peligro la estabilidad financiera.

Por último, las nuevas reglas, incluso después de ser sancionadas, no bastarán por sí solas: los supervisores deberán asegurar de forma fehaciente su cumplimiento por las instituciones financieras tanto en el ámbito nacional como entre países.

Medición y seguimiento de las amenazas

La crisis ha puesto de manifiesto graves deficiencias en nuestra capacidad para medir las vulnerabilidades en materia de estabilidad financiera. Como se expone en el Capítulo VI, los reguladores y supervisores necesitan datos más adecuados para mejorar su valoración y seguimiento del riesgo sistémico. La obtención de dichos datos entraña importantes desafíos de orden analítico.

La información actualmente disponible presenta graves carencias tanto a nivel de entidades como a nivel de mercado. En el primer caso, los datos a disposición de las autoridades carecen del suficiente grado de detalle y consistencia. En el segundo, si bien se dispone de datos, estos no son adecuados para la gestión de riesgos, pues solo revelan las tensiones sistémicas una vez que se ha producido la perturbación.

Es imperativo corregir esas deficiencias tan pronto como sea posible. Las limitaciones de recursos, junto con las cuestiones de confidencialidad y los impedimentos legales, exigen establecer prioridades. Siendo realistas, ¿qué cabe hacer y qué debería recibir absoluta prioridad? Tal y como se indica en el Capítulo VI, la prioridad principal debe ser aplicar mejoras en dos ámbitos: los datos a nivel de entidades y los conjuntos estandarizados de datos sobre cantidades agregadas. La primera de estas prioridades exige un nuevo marco internacional que dote a las autoridades supervisoras de una visión integral de las posiciones en balance de las principales instituciones financieras y de las conexiones entre ellas. Sin este marco, los supervisores no podrían analizar conjuntamente las posiciones de los bancos ni detectar vulnerabilidades a nivel de sistema. Asimismo, estos datos deben ser divulgados a escala internacional de forma que sea posible un análisis adecuado de los riesgos sistémicos a nivel global.

Como segunda prioridad, hay que actualizar los conjuntos estandarizados de estadísticas financieras agregadas —como puedan ser las relativas a flujos de fondos, balanzas de pagos y plataformas de negociación— para que reflejen los cambios significativos acontecidos en el panorama financiero en estas últimas décadas. La actualización de datos agregados mejoraría la capacidad de controlar vulnerabilidades sistémicas tanto en el sistema bancario como no bancario. Al poner al descubierto los problemas a nivel de sector, esos datos agregados mejorados darían pistas para apreciar tensiones en los datos a nivel de entidades.

Por último, el sistema financiero seguirá evolucionando, en no pequeña medida, debido a las necesidades empresariales, la innovación y el intento de las instituciones financieras de soslayar costosas regulaciones. Partiendo de esta realidad, la información a nivel de transacciones procedente de las plataformas de negociación y grandes fuentes de datos puede ayudar a reguladores y supervisores a identificar aquellos mercados o actividades a cuya evolución necesitan prestar mayor atención.

Resumen

Durante el pasado año la economía mundial ha ido avanzando, aunque no sin sobresaltos, hacia un crecimiento saneado, estable y autónomo. Pese a esta buena noticia, aún queda mucho por hacer.

Incluso antes de que la crisis financiera hiciera necesario aplicar masivos programas de estímulo económico, los presupuestos públicos de numerosas economías avanzadas ya estaban en una senda insostenible. Las autoridades fiscales deben actuar con rapidez y decisión antes de que vuelva a producirse otro desastre. Esto implica abordar los desequilibrios estructurales que se cuentan entre las múltiples causas de la crisis y que al mismo tiempo son parte peligrosa de su legado. En los países más afectados por la crisis, estos desequilibrios incluyen el persistente endeudamiento del sector privado —tanto de hogares como de entidades financieras y no financieras—, que debe reducirse a niveles muy inferiores a los observados a mediados de la década anterior. El ajuste estructural de esos países también pasa por renunciar al modelo de crecimiento basado en el apalancamiento, en lo que constituye un requisito previo para reequilibrar la economía mundial.

Los grandes y persistentes desequilibrios por cuenta corriente continúan afectando a la economía mundial, mientras que los enormes flujos financieros brutos que recorren el sistema intensifican los riesgos para la estabilidad financiera. Si queremos evitar un ajuste doloroso y desordenado resultan especialmente necesarias en este caso la cooperación y coordinación internacional. Sin embargo, aun sin coordinación, los países con déficit pueden y deben potenciar más el ahorro y los países con superávit hacer lo propio con el consumo. Es esencial que cada país ponga en orden su propia economía.

Asimismo, los bancos centrales tienen ante sí un trabajo muy complicado. Se enfrentan a distorsiones exacerbadas por años de condiciones monetarias extraordinariamente acomodaticias. El principal de sus retos es el creciente riesgo para la estabilidad de precios. Las brechas del producto se estrechan, los precios de las materias primas se han disparado y la inflación aumenta en todo el mundo. Los peligros son mayores en las economías de mercado emergentes, pero alcanzan también a las principales economías avanzadas.

En el ámbito de la regulación, en el que las autoridades han acordado una serie de importantes reformas, todavía quedan retos pendientes. Es necesario dotar a las instituciones financieras de importancia sistémica de una capacidad de reacción mayor. Deben construirse regímenes de resolución para gestionar la quiebra incluso de las entidades financieras de mayor tamaño. Y el marco de regulación futuro debe garantizar que cualquier entidad que opere como un banco sea tratada como tal, con independencia de cuál sea su forma jurídica.

Por último, la crisis ha puesto de manifiesto notables carencias en los datos de que se dispone para medir las vulnerabilidades financieras y el riesgo sistémico. En el corto plazo, la clave para abordar el problema es identificar las deficiencias importantes que puedan ser solventadas de forma expeditiva y, a continuación, proceder a solventarlas.