

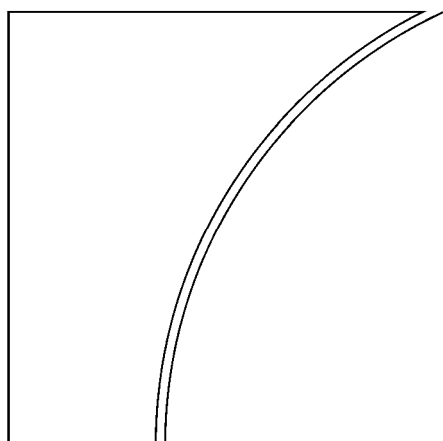


BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES

Discurso del Director General

El angosto camino por delante

Discurso pronunciado por Jaime Caruana
Director General del BPI



Basilea, 29 de junio de 2009

Discurso pronunciado por Jaime Caruana

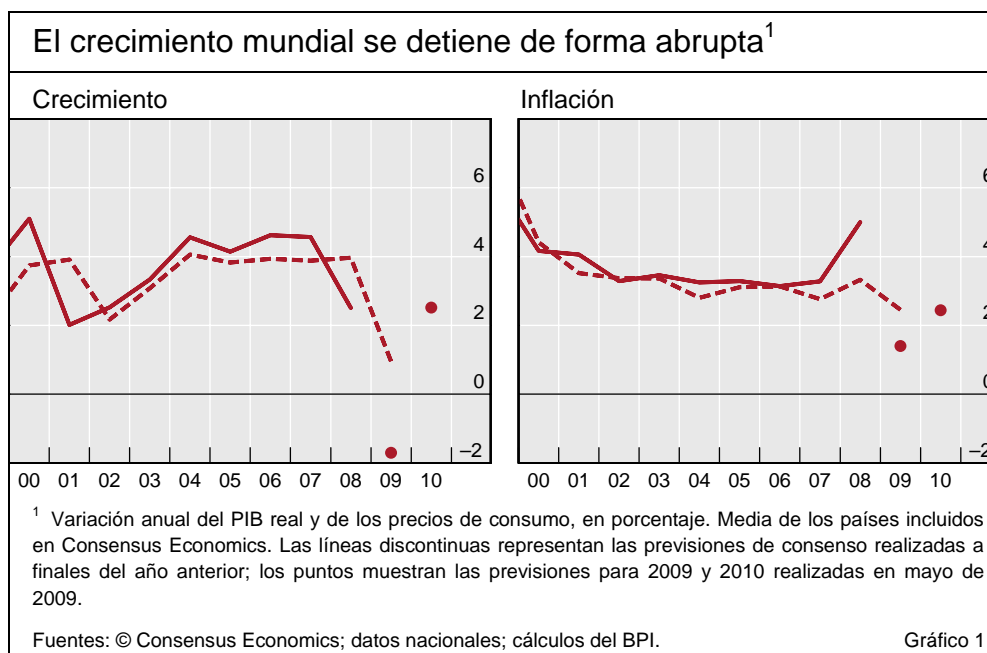
Director General del BPI

con motivo de la Asamblea General Anual del Banco celebrada en Basilea el 29 de junio de 2009

Señoras y señores,

En el cuarto trimestre de 2008, la economía mundial entró en una desaceleración con un grado de profundidad y sincronización desconocido; la peor desde los años 30. La crisis financiera acabó impactando de lleno en la economía real, el comercio mundial se colapsó y la debilidad económica se propagó hacia las economías de mercado emergentes. Las políticas aplicadas para dar respuesta a esta situación tampoco tuvieron precedentes.

Lo que en un principio se consideró como un brote de tensión circunscrito al mercado de hipotecas *subprime* estadounidenses se trasladó progresivamente hacia los mercados interbancarios de las economías avanzadas, socavando la solidez de las principales entidades financieras y desencadenando una contracción económica de dimensiones mundiales. Con el tiempo, el temor a una grave crisis de liquidez dio paso a la inquietud por la solvencia y después —más preocupante aún— por el miedo a una crisis de confianza en el propio sistema económico.

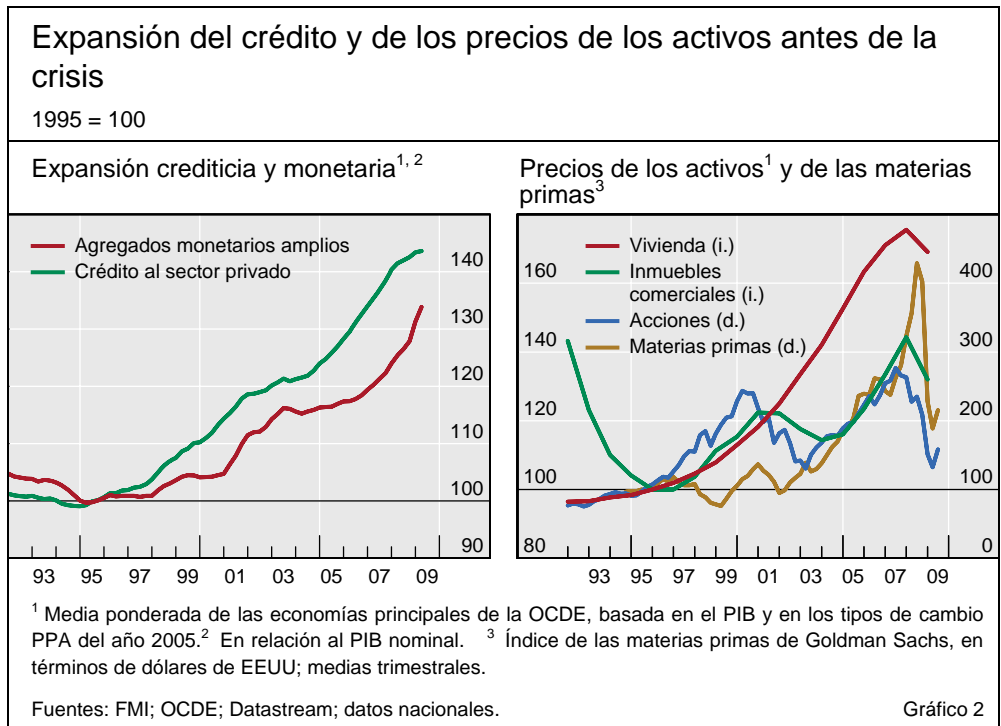


Ahora, seis meses después, la sensación de caída libre ya ha pasado. Aunque la actividad económica sigue contrayéndose en gran parte de las economías avanzadas, da muestras de estar estabilizándose (Gráfico 1), y la mayoría de las economías de mercado emergentes han aguantado mejor de lo esperado en pleno apogeo de las turbulencias. Las previsiones de consenso apuntan al retorno del crecimiento mundial positivo a finales de año. Aun así, el camino hacia una recuperación sostenible está plagado de riesgos y la naturaleza del destino (es decir, la «nueva normalidad») sigue envuelta en incertidumbre. Hacia este rumbo, caminamos en gran medida en terreno desconocido.

A continuación defenderé que, para llegar a salvo a nuestro destino, debemos mejorar la orientación a medio plazo de las políticas actuales y abordar con mayor claridad las estrategias de salida. ¿Cuáles son las implicaciones para el viaje en el que nos embarcamos y para su destino? Para entender todo ello, analizaré brevemente cómo hemos llegado a la situación actual.

Síntomas y causas de la crisis

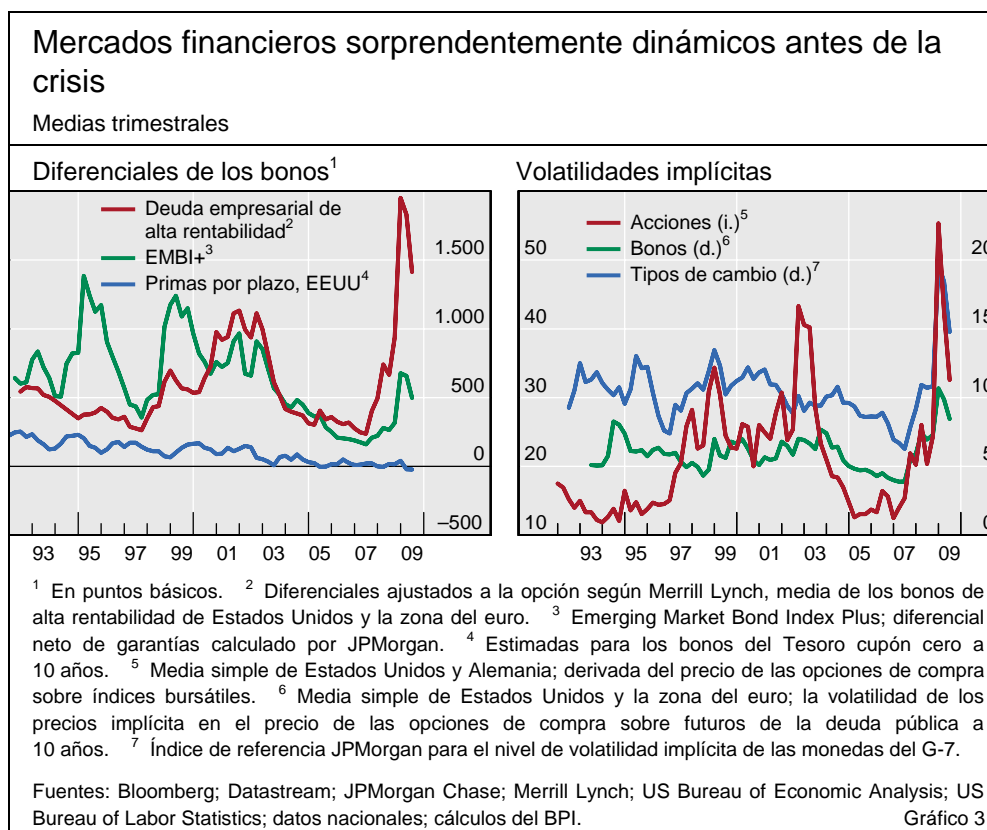
La crisis actual puede verse como la profunda fase contractiva de un extraordinario ciclo financiero mundial, agravada por deficiencias de carácter estructural. Los desequilibrios financieros que durante la fase alcista se acumularon de forma lenta pero inexorable, en un entorno de excesiva acumulación de riesgos y de apalancamiento, finalmente comenzaron a corregirse. Nadie dudaba de que esta corrección llegaría tarde o temprano y que tendría consecuencias para el sistema financiero, pero lo que nadie supo anticipar fue el momento en que se produjo, la forma en que lo hizo y su intensidad.



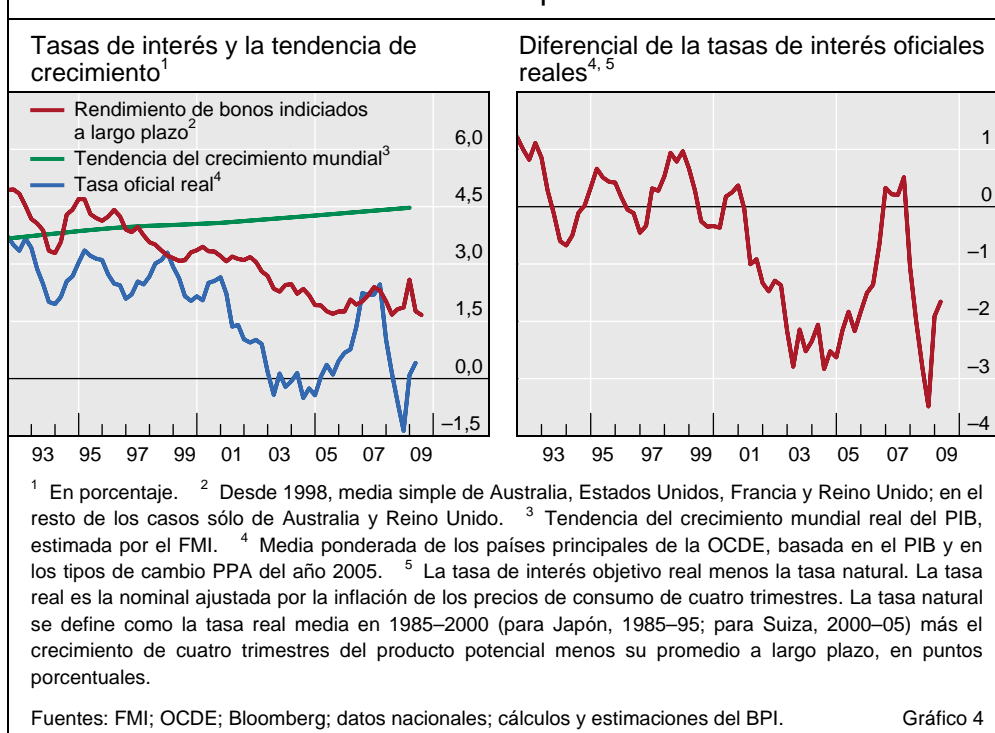
Hubo señales que advirtieron de la acumulación de riesgos. Por ejemplo, el crédito y los precios de los activos (especialmente la vivienda (Gráfico 2)) crecieron con inusitada intensidad, mientras las volatilidades y las primas de riesgo se situaban en niveles extraordinariamente bajos en toda la gama de activos (Gráfico 3). ¿Eran éstos síntomas de que el riesgo era realmente bajo, otro reflejo de la llamada «Gran Moderación»? El tiempo demostró que lo que en realidad señalaban era que los riesgos asumidos, la complacencia y el apalancamiento eran extremadamente elevados. El crecimiento de la economía mundial se basaba en un ciclo financiero insostenible.

Los ciclos financieros son un componente básico de las economías de mercado y reflejan los cambios en la percepción del riesgo y en las limitaciones financieras que amplifican las expansiones y contracciones de la economía real (esta amplificación también se denomina «prociclicidad»). Como se analiza en el *Informe Anual* del BPI, los ciclos financieros se ven exacerbados por las dificultades para cuantificar el riesgo y por las distorsiones en los incentivos. Aunque no es posible erradicar del todo las tensiones financieras esporádicas, ya que el mercado no es capaz de autocorregirse completamente, sí que pueden mitigarse o agravarse con la aplicación de políticas adecuadas.

El ciclo actual se ha caracterizado por su extrema gravedad y sus enormes costes. Aunque la gestión del riesgo había mejorado, ni los controles y contrapesos internos, ni la supervisión oficial lograron reducir la excesiva acumulación de riesgos ni el arbitraje regulador en el sistema en su conjunto. Echando la vista atrás, vemos claramente cómo sobrestimamos las ventajas de diversificación que aportaba el modelo de préstamo basado en originar



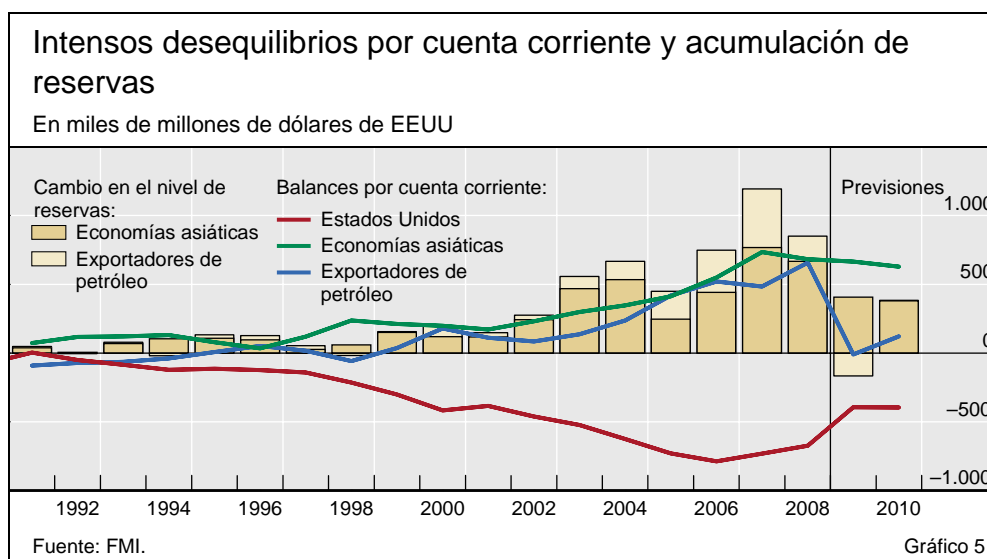
Condiciones monetarias favorables preceden a la crisis



riesgos para distribuirlos después y cómo subestimamos las implicaciones sistémicas de los vehículos de inversión fuera de balance con escasa capitalización y gran dependencia de liquidez. De igual modo, no se prestó suficiente atención al conflicto entre los niveles inusualmente bajos de los tipos de interés oficiales en las principales economías y los tipos de equilibrio más altos implícitos en las estimaciones de crecimiento potencial en la economía mundial (Gráfico 4).

Los mecanismos monetarios internacionales tampoco ayudaron. Numerosas economías de mercado emergentes, ante las enormes entradas de capitales y el encarecimiento de las materias primas, se resistieron a la apreciación de sus monedas. Aquellos que rebajaron sus tipos de interés oficiales, en la práctica propagaron al resto del mundo la orientación de las políticas de las principales economías. Aquellos que acumularon un volumen insólito de reservas de divisas y reinvertirlas en las principales economías, contribuyeron a mantener allí bajos los tipos de interés a largo plazo y a la expansión del crédito en estos países. Así puse, la simbiosis entre el crecimiento basado en el apalancamiento en muchas economías industriales y el crecimiento basado en exportaciones en otras economías contribuyó a sostener lo insostenible durante demasiado tiempo (Gráfico 5).

En pocas palabras, fue muy fácil sobreestimar nuestro conocimiento real sobre el funcionamiento de la economía y sobre el complejo sistema financiero en el que se asienta. Confiamos demasiado en las propiedades autocorrectoras de los mercados y aun cuando se conocían los riesgos, nadie estaba dispuesto a pagar el precio para remedir los desequilibrios que habían hecho posible tasas récord de crecimiento mundial.



El camino hacia una recuperación sostenible y estrategias de salida

De cara al futuro, el camino hacia una recuperación sostenible es estrecho y está plagado de riesgos. Así ocurre con las perspectivas a corto plazo, incluso si tomamos con total confianza los primeros «brotos» de recuperación. Nos enfrentamos a dos retos simultáneos. Por una parte, hemos de facilitar los ajustes necesarios en el sistema financiero y en la economía real mientras amortiguamos su impacto sobre el crecimiento y el empleo. Por la otra, debemos asegurarnos de que las respuestas a corto plazo a esta crisis no hipotecan el futuro, prestando especial atención a la sostenibilidad y a las estrategias de salida.

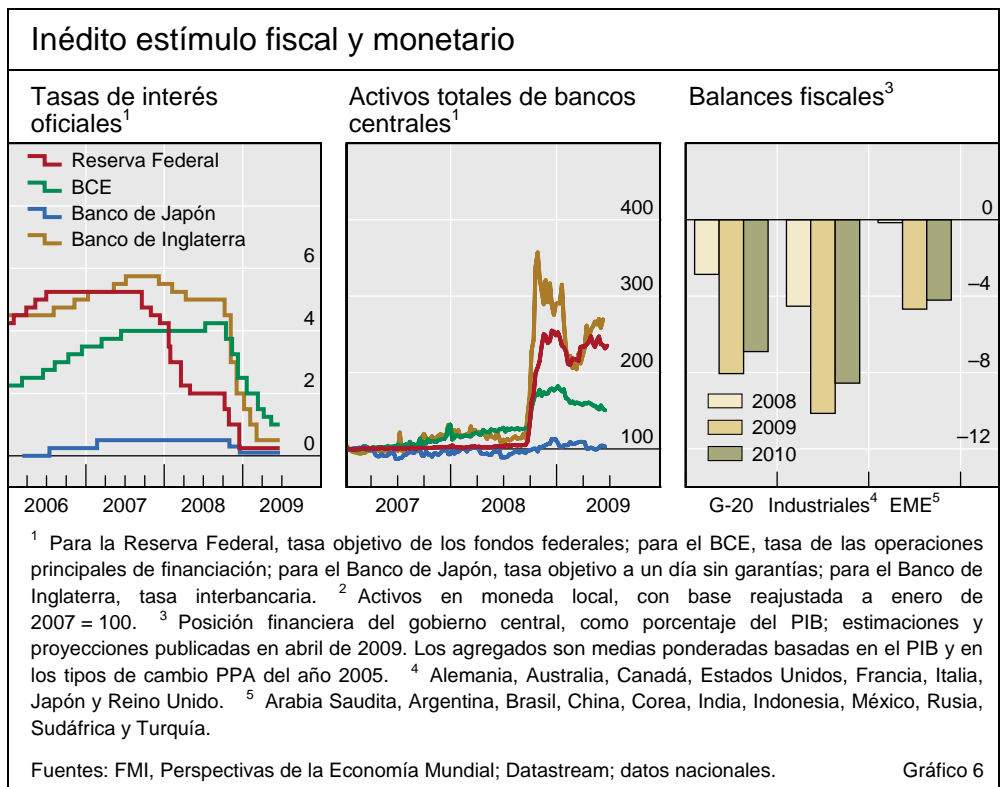
El ajuste económico es una condición ineludible para una recuperación sostenible. El proceso ya ha comenzado, pero aún queda mucho por hacer. Nuestras economías todavía están lidiando con las profundas distorsiones que este auge insostenible acarreó para el sector financiero y la economía real, que al fin y al cabo son las dos caras de una misma moneda. El sector financiero debe contraerse, pues ha crecido demasiado y ha acumulado activos de dudosa calidad. Hay que encontrar nuevos modelos de negocio. En algunos países, tienen que seguir reduciéndose los niveles de deuda y apalancamiento en los sectores financiero y no financiero, y el ahorro de las familias debe aproximarse a niveles más razonables. Hay que eliminar la capacidad sobrante en sectores que han recurrido con fuerza a la financiación de la deuda, como ha sido el caso en los sectores de la construcción y la automoción. Además, hay que reajustar las estructuras de producción desde los modelos de crecimiento basados excesivamente en exportaciones y en apalancamiento hacia otros más equilibrados. Nada de esto puede hacerse de la noche a la mañana.

La reparación del sistema financiero es una prioridad clave. Las autoridades deben asegurarse de que las pérdidas se contabilizan, los activos dudosos se eliminan, el sistema se recapitaliza y se reestructura, la igualdad

competitiva se reestablece y la capacidad sobrante se elimina. Todas estas medidas son necesarias para el buen funcionamiento del sistema financiero y para sentar las bases de su rentabilidad a largo plazo. Aunque ya se ha avanzado en estos frentes, la perseverancia y la determinación serán fundamentales. Diversos factores han impedido hasta ahora la completa resolución de los problemas subyacentes; a saber, la complejidad de los productos estructurados, la amplia operativa transfronteriza de algunas de las instituciones afectadas, el reconocimiento tardío de la crisis de solvencia que se escondía tras los problemas de liquidez y ciertas dificultades de carácter político.

Si no se resuelven eficazmente los problemas que aquejan al sistema financiero, corremos el riesgo de que las excepcionales políticas monetarias y fiscales aplicadas hasta hora no den resultados tangibles, sino que tan sólo supongan una cura a corto plazo (Gráfico 6). En las principales economías industriales, los bancos centrales han reducido sus tipos oficiales a cero —o casi— y han recurrido enormemente a la gestión de balances para mejorar el funcionamiento de los mercados monetarios y crediticios y para influir en los rendimientos de la deuda a largo plazo. De este modo, han asumido muy a su pesar parte de la intermediación que normalmente le corresponde al sector privado. Por su parte, los gobiernos han relajado drásticamente sus posiciones fiscales, mientras que sus déficits presupuestarios y sus niveles de deuda han aumentado con fuerza y se prevé que lo sigan haciendo.

Si todas estas iniciativas no consiguen resultados tangibles, la recuperación sostenible podría tardar en llegar o, en el peor de los casos, podría no producirse. En concreto, la inquietud en el mercado financiero ante



la sostenibilidad de las posiciones fiscales, y por consiguiente ante la inflación en el futuro, podría alterar los mercados de deuda pública en la actualidad. Esto, a su vez, podría poner a prueba los límites de la intervención pública y forzar el abandono precipitado de las políticas fiscales en vigor.

Una vez se perciban síntomas de recuperación, habrá que retirar rápidamente este estímulo y dejar que los mercados retomen su papel en la distribución de recursos. Si se demora el abandono, podrían perpetuarse las distorsiones competitivas, con el riesgo de generar presiones inflacionistas o incluso de propiciar un próximo desequilibrio.

Aplicar la estrategia de salida en el momento oportuno no va a ser fácil, habida cuenta de ciertas dificultades técnicas. Por definición, algunas medidas fiscales son difíciles de retirar. Asimismo, a los bancos centrales puede no resultarles sencillo contraer sus balances o abandonar la función que han asumido como creadores de mercado. Incluso cuando exista respaldo político, los gobiernos pueden tardar en retirar sus garantías y revender los activos. Pero por encima de todo, el reto reside en elegir el momento más oportuno para la retirada y la velocidad del proceso. Sin duda, existe el riesgo de una salida prematura, pero por experiencia sabemos que peor sería abandonar demasiado tarde o demasiado despacio o, en el caso de la política fiscal, no abandonarla en absoluto. En esta dirección apuntan de forma abrumadora las presiones políticas sobre la economía.

¿Cómo puede reducirse el riesgo de abandonar las políticas actuales demasiado tarde o de hacerlo demasiado despacio? La respuesta no es sencilla, pero una condición esencial es la claridad: claridad en los objetivos de las intervenciones, en las funciones respectivas de los gobiernos y los bancos centrales, y en las condiciones para el abandono de las políticas. Y esta claridad se necesita ya.

El final del camino: una nueva normalidad

En un horizonte más lejano, los poderes públicos tienen que ajustar los marcos de las políticas para evitar que vuelva a ocurrir un acontecimiento con consecuencias tan caras. Tenemos que ir acercándonos a una estabilidad duradera en el ámbito financiero, monetario y macroeconómico, y ello exige ajustes tanto en las políticas financieras como en las macroeconómicas. Si queremos aprovechar la oportunidad que nos brinda esta crisis, estas reformas deben emprenderse sin demora y han de reforzarse mediante una cooperación internacional más estrecha.

Una línea de defensa clave contra la inestabilidad financiera consiste en mejorar el marco que rige la regulación, la supervisión y la vigilancia del sistema financiero. Tal y como analiza nuestro *Informe Anual*, es necesario un enfoque integral, que incorpore mayor protección para instrumentos, mercados e instituciones. Para ello, hay que crear mejores mecanismos para evaluar la adecuación y riesgos de los nuevos instrumentos financieros; hay que fomentar mecanismos centralizados para la compensación, liquidación y posiblemente la negociación; hay que reforzar cada institución, mejorando la consolidación de sus posiciones fuera de balance, sus prácticas contables y

sus normas de capital y liquidez. Pero sobre todo, hay que reforzar la orientación macroprudencial de la regulación y la supervisión, algo en lo que el BPI ha trabajado durante años. Esto supone centrarse en los riesgos que amenazan al sistema en su conjunto y atajar la prociclicidad del sistema financiero. Aplicar dicha orientación a través de reglas basadas en la medida de lo posible en los estabilizadores automáticos ayudaría a las autoridades a adoptar medidas restrictivas en momentos de coyuntura favorable. Con todo, puede ser inevitable cierto recurso a las medidas discrecionales.

Desde el comienzo de la crisis, el G-20, el Consejo de Estabilidad Financiera, los órganos normalizadores internacionales y las autoridades nacionales han trabajado conjuntamente en estos ámbitos; de hecho, algunas de sus iniciativas ya estaban bien avanzadas antes de que estallaran las turbulencias. Estas iniciativas han puesto especial hincapié en el uso de entidades de contrapartida central para la negociación de derivados. Los reguladores han adoptado importantes medidas para reforzar las reservas de capital y de liquidez y, junto con los organismos de normalización contable, han intensificado esfuerzos para reconciliar las prácticas contables con una sólida gestión del riesgo. Además, existen actualmente diversos proyectos para hacer operativo el enfoque macroprudencial, con el respaldo que les brinda el nuevo consenso internacional. El BPI participa activamente en todas estas iniciativas.

Sin embargo, una regulación mejor no es suficiente, sino que también hay que acometer ajustes complementarios a los marcos de política macroeconómica. Estos ajustes podrían aconsejar una respuesta más simétrica a la acumulación y posterior corrección de desequilibrios financieros. Así pues, tenemos que estudiar cómo incorporar mejor en los marcos de política monetaria los auges del crédito y de los precios de los activos y los riesgos asociados. También hay que considerar en mayor medida la posible función de la política fiscal, incluidos el sistema tributario y los balances fiscales. Y por último, pero no menos importante, ahora sabemos que estos auges pueden enmascarar serias deficiencias en las cuentas públicas, dificultando con ello la aplicación de medidas fiscales prudentes precisamente cuando más se necesitan.

Al mismo tiempo, el sector privado también juega un papel esencial. Los modelos de negocio del sector financiero tendrán que evolucionar para poder reconocer la necesidad de elevar la cuantía y la calidad de las reservas de capital y liquidez. Igualmente, los mecanismos de buen gobierno internos y externos deberán reforzarse para asegurar una mejor gestión del riesgo y una menor asunción del mismo. Las unidades encargadas de gestionar el riesgo en las instituciones financieras deben ser prioritarias al más alto nivel y no estar subordinadas a las líneas de negocio. También se impone la mejora de los esquemas retributivos.

Si todos estos esfuerzos dan resultado, conseguiremos llegar a una nueva normalidad. Puede que la actividad económica crezca menos, pero lo haría de un modo más sostenible; este es el precio a pagar y debe comprenderse. Así, el sistema financiero sería más pequeño pero estaría mejor capitalizado y las rentabilidades serían menores pero más duraderas. El

perímetro regulador se ampliaría, al tiempo que las instituciones de importancia sistémica, independientemente de su estatus jurídico, tendrían menos incentivos para llegar a ser tan grandes y complejas. Habiendo hallado soluciones para liquidar estas instituciones de forma ordenada, las autoridades darían más margen de maniobra a la disciplina de mercado y dejarían de considerar a algunas instituciones como «demasiado grandes como para quebrar». Por último, la cooperación internacional alentaría la continua apertura financiera y comercial, evitaría la fragmentación y apoyaría la convergencia de las prácticas.

El éxito de este programa de rescate, recuperación y reforma exigirá grandes dosis de perseverancia, paciencia y determinación. El camino por delante puede resultar especialmente tortuoso. No es difícil imaginar un mundo donde unos gobiernos demasiado endeudados intervengan con fuerza en la economía, donde el sistema financiero esté excesivamente regulado, donde las reglas del juego no sean equitativas y donde la globalización haya dado marcha atrás. Las recientes señales de proteccionismo y de un mayor sesgo nacional, que a veces son efectos secundarios de las medidas de apoyo nacional al sector financiero, ilustran los peligros que acechan en el camino. Hay que evitar a toda costa llegar a una situación así, que sería la antesala de un crecimiento anémico, riesgos de inflación mucho mayor y tensiones internacionales. Para conseguir este grado de resistencia, se impone la cooperación internacional y un mayor sentido de responsabilidad compartida. Como ha hecho a lo largo de su historia, el BPI se compromete a participar en esta tarea.