



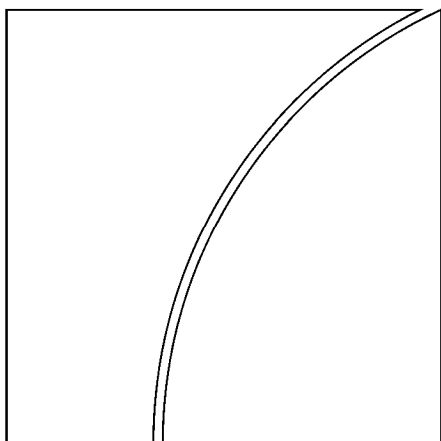
BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES

Discurso del Director General

Unos cimientos duraderos para un crecimiento sostenible

Discurso pronunciado por Jaime Caruana
Director General del BPI

Basilea, 26 de junio de 2011



Discurso pronunciado por Jaime Caruana

Director General del BPI

Con motivo de la Asamblea General Anual del Banco celebrada en Basilea el 26 de junio de 2011

Buenas tardes, señoras y señores:

En una serie de aspectos esenciales, el panorama actual es mejor que el de hace un año; e incluso mucho mejor que en junio de 2009. Aunque persisten graves vulnerabilidades y queda mucho trabajo por hacer, es importante no perder de vista lo lejos que hemos llegado.

Empezando por la economía mundial en su conjunto, la brecha entre demanda mundial y capacidad productiva se está cerrando. Además, el crecimiento del PIB mundial ronda el 4 por ciento, una tasa respetable vista en perspectiva histórica. La recuperación, aunque lenta y desigual, ha elevado la producción a los niveles previos a la crisis en algunos de los países más afectados. Y el aumento de la demanda ha disipado la preocupación por la deflación. En consecuencia, se ha atenuado la necesidad de mantener políticas monetarias expansivas extraordinarias.

La agenda de reformas financieras ha progresado decisivamente gracias al acuerdo alcanzado sobre Basilea III. Los bancos ya han mejorado significativamente su base de capital. El enfoque macroprudencial centrado en el riesgo sistémico es parte fundamental del nuevo marco y de los nuevos estándares consensuados internacionalmente. No son logros precisamente pequeños, y hace un año no podía darse por hecho ninguno de ellos.

No obstante, después de cuatro años, la crisis financiera y las consiguientes respuestas de las políticas económicas siguen ensombreciendo el panorama. Las economías y los sistemas financieros aún son vulnerables incluso a perturbaciones menores, y no ha disminuido la probabilidad de que sucedan acontecimientos gravemente adversos. La recuperación mundial sigue siendo dispar y, desde abril del año pasado, la inflación en el mundo ha crecido 1 punto porcentual, hasta el 3,6 por ciento.

Las economías avanzadas más afectadas por la crisis deben proseguir el proceso de desapalancamiento y ajuste estructural. Aún persisten excesos de capacidad en los sectores financiero y de la construcción. Y queda trabajo pendiente en la tarea de reparar balances y posiciones patrimoniales en el sector privado. Además, las amenazas planteadas por el endeudamiento del sector público se han materializado, provocando una situación de crisis en

algunos países. Todavía existe un importante riesgo de contagio entre las debilidades del sector financiero y las de las finanzas públicas.

Algunas economías emergentes exhiben síntomas familiares de creciente vulnerabilidad financiera, como el aumento del crédito interno y los precios de los activos. Persisten desequilibrios por cuenta corriente considerables, y los flujos de capital plantean riesgos incluso a economías con superávit en la balanza por cuenta corriente. En paralelo al desarrollo de estos procesos, las condiciones financieras y monetarias en todo el mundo mantienen un carácter inusitadamente acomodaticio.

En los comentarios que siguen describiré este legado de la crisis, centrándome después en las políticas —fiscales, monetarias, estructurales y prudenciales— que pueden contribuir a poner unos cimientos duraderos para un crecimiento firme, estable y sostenible. Estas políticas, por su parte, deben formar parte de un marco integrado y más amplio en el que las autoridades actúan de forma temprana, adoptando una perspectiva de largo plazo —pagando hoy un coste moderado para evitar tener que pagar mañana uno mayor— y atentas a las repercusiones mundiales de sus medidas. Al final, la cooperación redundará en beneficio de todos.

Desafíos y políticas para un crecimiento estable y sostenible

A medida que la crisis queda atrás, es importante comprender el origen de los retos que deja planteados. El ciclo financiero experimentó una desaceleración brusca en todo el mundo. Durante el auge previo, se tendió tanto a subestimar el riesgo financiero como a sobrestimar la tasa de crecimiento potencial de la economía y su capacidad para generar una recaudación fiscal sostenible. Esto hizo que pasaran inadvertidos desequilibrios estructurales en ciernes que acabarían por dañar los cimientos del crecimiento sostenible a largo plazo.

A continuación destacaré cuatro desafíos que ha dejado la crisis: la ineludible consolidación fiscal, la inflación, los excesos de capacidad y el proceso inconcluso de saneamiento de balances en el sector privado, y las vulnerabilidades financieras.

El momento de la verdad para las finanzas públicas

La desaceleración económica, los recortes fiscales, el aumento del gasto en respuesta a la crisis y el coste de recapitalización del sector financiero han adelantado el *momento de la verdad para las finanzas públicas*. En países que experimentaron auges del crédito, las autoridades han acabado por reconocer el gran vacío que dejó la caída de los ingresos tributarios, inflados solo de forma temporal por el auge. El resultado de todo ello ha sido una crisis de la deuda soberana.

En muchos casos, los últimos acontecimientos simplemente han precipitado un problema inminente. Sin medidas correctivas, las trayectorias fiscales de algunas de las principales economías avanzadas resultan insostenibles. Eso no es ninguna novedad. Las crecientes tasas de dependencia, los compromisos en pensiones y sanidad financiados con fondos públicos, y otros elementos similares, elevan las futuras obligaciones muy por

encima de los ingresos futuros. Los mercados financieros pueden obviar estos imponentes problemas durante mucho tiempo hasta que, de repente, reivindican cambios bruscos y dolorosos.

Por esta razón, la necesidad de *consolidación fiscal* es aun más urgente que cuando me dirigí a ustedes hace un año. En promedio, un país de la OCDE, según esta organización, debe mejorar su saldo primario en casi un 7 por ciento de su PIB solo para estabilizar la relación entre su deuda y PIB para el año 2026.

No cabrán una estabilidad financiera y macroeconómica duraderas mientras no se adopten medidas decisivas para situar las finanzas públicas en una senda saneada y solvente. La solvencia del emisor soberano es un requisito previo para el buen funcionamiento de la economía. Un incumplimiento de pago del emisor soberano quebranta el contrato social y mina la confianza que es esencial para la buena marcha tanto del Estado como de la economía. Independientemente de lo grande, rica o poderosa que sea, ninguna economía es inmune a los riesgos que entraña la incoherencia fiscal.

Actualmente, no hay mejor ejemplo que algunas zonas de Europa para ilustrar el vínculo entre sostenibilidad fiscal y estabilidad financiera. En ciertos países europeos, las vulnerabilidades del sector financiero han debilitado al Estado; en otros, la fragilidad del sector público se ha extendido al sistema bancario; y en todos ellos, las debilidades resultantes amenazan ahora las ventajas de la integración económica y financiera. No existe una salida fácil, no hay atajos ni solución indolora; es decir, no hay alternativa a la estricta aplicación en cada país de unos paquetes integrales de consolidación fiscal y reformas estructurales. El diseño de los pactos fiscales y de competitividad de la zona del euro debe conducir a una actuación correctiva temprana que sea predecible, fiable y menos discrecional en épocas de bonanza.

Lamentablemente, Europa no es la única que afronta retos fiscales urgentes. Las grandes economías también deben gestionar sus situaciones con tiento y tomar medidas para consolidar rápidamente sus posiciones fiscales, en especial por su gran impacto en las condiciones financieras mundiales.

Inflación, efectos indirectos y bajas tasas de interés

La ansiada recuperación y el mayor empleo de recursos ociosos invocaron el indeseado fantasma de la *inflación*. Al igual que sucediera a comienzos de la década de los 70, el auge de precios de los productos básicos puede apuntar a un problema más grave. Los precios de alimentos, energía, metales y similares son más sensibles a cambios en las condiciones de oferta y demanda que los de bienes manufacturados y servicios. Y, a diferencia de lo ocurrido en las dos últimas décadas, los precios de los bienes manufacturados comerciables en mercados internacionales apenas parecen contener la inflación, ya que precios y salarios están aumentando en los mercados emergentes. Pese a la aparente persistencia de holgura productiva en algunos lugares del mundo, existen riesgos de efectos de segunda ronda y de que aumenten las expectativas de inflación.

El sesgo marcadamente expansivo de las políticas monetarias en las regiones económicas más afectadas por la crisis se ha transmitido a todo el mundo a través de los mercados de renta fija y renta variable, y del crédito bancario. El crecimiento de dos dígitos del crédito en dólares de EEUU concedido a no residentes en Estados Unidos es un ejemplo más de cómo el endeudamiento en las principales monedas está facilitando crédito barato incluso allí donde los bancos centrales han aplicado una política monetaria restrictiva.

La extraordinaria relajación de la política monetaria puede tener efectos secundarios no deseados, por todos de sobra conocidos. Las bajas tasas de interés pueden retrasar el saneamiento de balances, alentar una peligrosa asunción de riesgo en algunos segmentos de los mercados financieros y, con todo ello, complicar cualquier estrategia de salida que conlleve la retirada de apoyo oficial. Además, pueden intensificar la propensión a invertir en las boyantes economías emergentes, propiciando la acumulación de desequilibrios financieros en ellas. El empleo más activo de herramientas macroprudenciales en esas economías es meritorio, pero no puede sustituir al endurecimiento de la política monetaria. Cuanto más tiempo se mantengan las tasas de interés en niveles reducidos, más graves serán estos efectos indirectos y mayor el riesgo de perturbación cuando los rendimientos inevitablemente se eleven.

Es necesario *normalizar la política monetaria*. El intenso sesgo expansivo de las actuales tasas de interés oficiales no facilitará una estabilidad financiera y monetaria duraderas. Las tasas de interés reales a corto plazo disminuyeron de hecho el año pasado, pasando del $-0,6\%$ al $-1,3\%$ a nivel mundial.

La historia enseña que la recuperación de una crisis financiera es más lenta y menos robusta que la de una recesión ordinaria. Tras una crisis financiera se tarda más en reducir el peso de la deuda, sanear los balances, eliminar el capital improductivo y reasignar la mano de obra. Las autoridades no deberían entorpecer el inevitable ajuste. Postergar demasiado la normalización de la política y hacerlo con excesiva lentitud puede minar la credibilidad en la lucha contra la inflación y causar más daño al posponer los ajustes estructurales y en los balances. Unas tasas de interés en niveles más normales alejan la tentación de resistir a ajustes, centrando de pleno el foco en aquellos que son imprescindibles.

El endurecimiento de la política monetaria puede también contribuir a corregir desequilibrios en las balanzas por cuenta corriente. Al promover la apreciación de las monedas de los países que crecen a mayor ritmo, ayudará a reducir sus desequilibrios. Además, puede complementar las políticas estructurales necesarias para reequilibrar los patrones de crecimiento a nivel mundial, permitiendo así distanciarse de la insostenible combinación de un crecimiento basado en el apalancamiento financiero y en las exportaciones.

Excesos de capacidad y el proceso inconcluso de saneamiento de balances

El *exceso de capacidad* en los sectores financiero e inmobiliario revela ajustes pendientes en las economías golpeadas por la crisis. La industria financiera ha incrementado su capital, pero el apalancamiento general de la economía, tanto

público como privado, permanece en niveles muy elevados. La media simple del cociente de deuda de los hogares sobre PIB de Estados Unidos, el Reino Unido y España tan solo disminuyó 2 puntos porcentuales entre 2007 y finales de 2010, mientras que ese mismo cociente para la deuda pública de dichos países en el mismo periodo se incrementó en 30 puntos porcentuales.

Los problemas de financiación y las distorsiones persistirán mientras no afloren las pérdidas y se saneen los balances, característica distintiva de las economías tras el estallido de una burbuja de crédito. En concreto, el sistema financiero tras la crisis sigue sobredimensionado con respecto al conjunto de la economía: los excesos de endeudamiento y capacidad no se han purgado.

Las autoridades deben intensificar las medidas para promover el saneamiento de los balances del sector financiero y asentar las condiciones de rentabilidad de la banca a largo plazo. Las condiciones macroeconómicas probablemente serán cuanto menos tan accidentadas el año próximo como lo han sido este. Esto requiere garantizar que los bancos están preparados cuando inevitablemente acontezca la próxima perturbación. Para ello es fundamental practicar severas pruebas de resistencia, respaldadas por medidas de recapitalización.

Además, sin un sistema financiero más sólido y ágil será imposible retirar el amplio apoyo oficial que se le sigue prestando. Ningún sistema financiero puede operar de forma segura y eficiente en unas condiciones que crean riesgo moral, con la deficiente asignación de recursos que este conlleva.

Vulnerabilidades financieras

Pese a los esfuerzos realizados hasta la fecha, los riesgos de los emisores soberanos y del sector financiero continúan realimentándose mutuamente. Las necesidades de financiación a corto plazo del sector bancario siguen siendo elevadas, al igual que los riesgos de alzas inesperadas en las tasas de interés. Hay elementos en la actividad financiera internacional que están prolongando la fragilidad financiera, entre ellos las bajas tasas de interés, las expectativas de apoyo oficial continuado, además de las elevadas expectativas de rentabilidad sobre recursos propios de los bancos. Los inversores deberán reducir sus expectativas, en consonancia con el menor apalancamiento bancario.

Al mismo tiempo, hay indicios de retorno a una *excesiva asunción de riesgo*. Si bien animar a los inversores a asumir cierto riesgo era parte de la estrategia para gestionar la crisis, en algunas áreas parece que los inversores podrían estar de nuevo yendo demasiado lejos.

Asimismo, algunas de las economías más dinámicas del mundo dan muestras de experimentar un *auge insostenible del crédito*. Los niveles de deuda y los precios de los activos se apartan de sus rangos históricos, lo que apunta a la emergencia de vulnerabilidades financieras. Puede que la historia no se repita, pero su cadencia y tono son recurrentes. Estos desarrollos presagian otro ciclo financiero pernicioso.

No debería subestimarse el trabajo que requiere finalizar la reforma financiera. Hay que aplicar Basilea III de forma plena y consistente en todo el mundo. Se requieren estándares más exigentes para las instituciones

financieras de importancia sistémica y mecanismos creíbles para su resolución ordenada. Los riesgos que plantea la intermediación financiera fuera del sector bancario deberá vigilarse y mitigarse. Han de mejorarse las estadísticas y procesos de supervisión de riesgos sistémicos, a nivel nacional e internacional. En los casos en los que se registran auges considerables del crédito y del PIB, las autoridades deberían considerar la imposición de los colchones anticíclicos de Basilea III a fin de aumentar la capacidad de reacción de los bancos. Y, al mismo tiempo, deben alcanzarse esquemas flexibles que permitan seguir de cerca un sistema financiero en rápida evolución, así como los incentivos para eludir restricciones vía arbitraje regulatorio.

En resumidas cuentas, se necesita actuar con prontitud. La cuestión no reside en si consolidar o no la política fiscal, normalizar o no la política monetaria, o acelerar o no el ajuste estructural. La cuestión es cómo y cuándo se realizarán cada una de estas acciones.

Las trayectorias fiscales deben reconducirse hacia sendas sostenibles, las condiciones monetarias deberían normalizarse, y acelerarse los ajustes en las economías y los balances. Una actuación temprana reducirá vulnerabilidades, disminuirá costes de saneamiento de balances y reforzará la resistencia ante eventos inesperados. Esto es particularmente relevante para las entidades financieras. Cuando sea posible, procede *reforzar la solidez ahora*. En lugar de conceder el plazo máximo para alcanzar los estándares mínimos, hay buenos motivos para avanzar más rápido y llegar más lejos. Incluso podría asistirse esta vez a una dinámica virtuosa al alza en los estándares de regulación.

Marcos de política

Las lecciones más perdurables de la crisis, sin embargo, no tratan únicamente sobre actuaciones en materia de políticas, sino sobre marcos de política. Unos cimientos duraderos para la estabilidad monetaria y financiera requieren una regulación y supervisión con una marcada orientación macroprudencial; una política monetaria que desempeñe una función activa en la promoción de la estabilidad financiera, y una política fiscal que acumule las reservas que se necesitan para una eficaz gestión de crisis.

Estas políticas comparten dos rasgos: el rechazo al cortoplacismo en favor de una visión de largo plazo, y la liberación del sesgo localista al diseñar las políticas, permitiendo ir más allá de un mero «poner orden en casa».

El primer rasgo exige de las autoridades un horizonte temporal de largo plazo que permita prevenir la lenta acumulación de desequilibrios financieros que pueden torcer el crecimiento, anular la política monetaria y desencadenar crisis soberanas.

La gobernanza de la política macroprudencial debe alentar a quienes toman las decisiones a adoptar una visión largoplacista basada en los principios de independencia, claridad y rendición de cuentas. La sugerencia implícita es que los bancos centrales deberían desempeñar una función clave.

La política fiscal necesita igualmente adoptar una perspectiva de largo plazo. Los gobiernos, como las entidades financieras, han de acumular colchones. La política fiscal debería procurar que se mantuviera un endeudamiento reducido en circunstancias ordinarias, de forma que los gobiernos estén preparados para afrontar las inevitables perturbaciones futuras. Y las autoridades deberían reconocer que el nivel de recaudación alcanzado en pleno auge del crédito no es sostenible.

El segundo rasgo indica a las autoridades que, en una economía mundial integrada, no basta con poner orden en casa. Si la economía mundial no está a salvo, ninguna economía individual lo estará. La suerte de cada país y la idoneidad de sus políticas solo pueden valorarse cabalmente a la luz de las condiciones globales que, colectivamente, ayudan a conformar. Por ejemplo, si cada banco central considera la evolución de los precios de los productos básicos como un factor exógeno, la política monetaria predominante a nivel mundial tenderá a ser demasiado laxa. Así como cada banco comercial importante genera efectos sistémicos que debe internalizar, las políticas de cada país crean externalidades internacionales que esos países deben asumir.

Construir unos cimientos duraderos que propicien un entorno de baja inflación, un crecimiento robusto y un sistema financiero estable requiere una actuación temprana en condiciones de incertidumbre. Además de buenas ideas, trabajo duro y ajustes difíciles, requerirá de colaboración, cooperación y coordinación a escala nacional e internacional. La cooperación internacional no es otra cosa que alcanzar una comprensión común de los retos, y trabajar para encontrar soluciones comunes. Como ha hecho a lo largo de su historia, el BPI seguirá comprometido con el cumplimiento de esta misión central.