



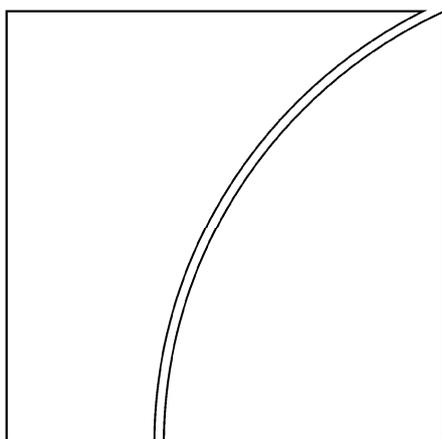
BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES

Discurso del Director General

Ha llegado el momento de atacar la raíz del problema

Discurso pronunciado por Jaime Caruana
Director General del BPI

Basilea, 24 de junio de 2012



Discurso pronunciado por Jaime Caruana

Director General del BPI

Con motivo de la Asamblea General Anual del Banco celebrada en Basilea el 24 de junio de 2012

Buenas tardes, señoras y señores:

Cinco años después de que estallara la crisis financiera, la economía mundial todavía se encuentra en una situación frágil. Esta fragilidad no es principalmente cíclica, sino que refleja debilidades fundamentales comunes a muchos países. Aunque se ha avanzado en la resolución de estos arraigados problemas, aún queda mucho por hacer. Esto explica por qué el producto en las economías avanzadas apenas ha conseguido volver a sus niveles previos a la crisis.

En los últimos meses, la confianza en la recuperación mundial ha seguido erosionándose. En los mercados se respira nerviosismo. Las perspectivas de crecimiento en las economías avanzadas continúan siendo moderadas. Los mercados financieros europeos siguen soportando tensiones y algunos países de la región han entrado en recesión.

Por su parte, las economías de mercado emergentes siguen creciendo con más fuerza que las economías avanzadas. En el último lustro, su expansión económica ha supuesto tres cuartas partes del crecimiento mundial. Las reformas llevadas a cabo previamente en muchos de estos países (a menudo mientras se contraía la demanda interna) les permitieron recuperar un fuerte crecimiento y aplicar políticas anticíclicas durante la crisis. Sin embargo, los mercados emergentes han soportado recientemente crecientes tensiones a raíz del crecimiento desequilibrado, y algunas también están sufriendo presiones inflacionistas. Así pues, no son inmunes a la desaceleración económica mundial.

En estas difíciles circunstancias, no sorprende que se soliciten nuevas medidas de estímulo económico. Algunos abogan por una mayor acomodación monetaria, otros sugieren suavizar el nuevo régimen de regulación financiera, y los hay que recomiendan posponer la consolidación fiscal y el ajuste estructural en el sector privado hasta que la tormenta amaine. Todas estas propuestas comparten una misma idea: si las autoridades fueran ahora menos rigurosas y aplicaran medidas de estímulo, el crecimiento tarde o temprano vendría al rescate. Pero las cosas no son tan sencillas.

El principal obstáculo para alcanzar un crecimiento sostenido no es la falta de estímulo fiscal, sino el círculo vicioso en el que interactúan tres debilidades fundamentales, todas ellas relacionadas con los balances:

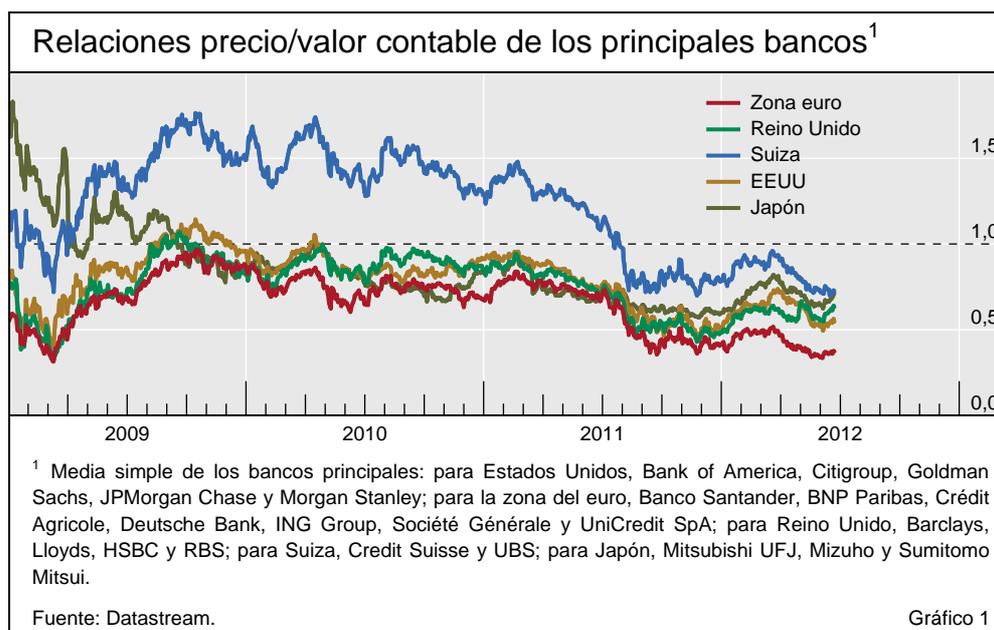
- Primero, el sector financiero todavía es frágil. Pese al progreso realizado hasta ahora, muchos bancos siguen estando sobreapalancados y la incertidumbre sobre la calidad de sus activos les impide financiarse en los mercados sin garantías. El rendimiento de la deuda pública se ha disparado en algunos países europeos a medida que sus gobiernos han tenido problemas para atraer la inversión extranjera. La fragmentación de los mercados interbancario y de deuda a lo largo de las fronteras nacionales es motivo de preocupación.
- Segundo, los profundos desequilibrios estructurales que ya existían antes de la crisis siguen siendo un lastre para los hogares y las empresas. En muchas economías avanzadas, el endeudamiento es aún demasiado elevado; en algunos países el sector inmobiliario todavía se está reajustando; y en otros el crecimiento todavía depende demasiado de las exportaciones.
- Y tercero, el endeudamiento público es excesivamente elevado en la mayoría de países industriales.

Los bancos centrales se encuentran en el medio de esta encrucijada, obligados a ser el remedio último para todo lo anterior. De este modo, proporcionan estímulo monetario de forma masiva, ofrecen liquidez a los bancos que no consiguen financiarse por sí mismos en los mercados privados, y aligeran la carga que soportan los gobiernos al mantener bajas las tasas de interés durante un periodo prolongado. Estas medidas de emergencia podrían tener efectos indeseables si se prolongan demasiado. Sería preocupante que la política monetaria se viera presionada a ir más lejos si no se actúa como es debido en otros frentes. Aunque las actuaciones de los bancos centrales pueden ayudar a ganar tiempo, no pueden reemplazar a las medidas para sanear los balances ni a las reformas para elevar la productividad y el crecimiento. Los bancos centrales no pueden solucionar los problemas que otros eluden.

Tres debilidades fundamentales

Lo primordial es atacar de raíz las causas de la crisis fortaleciendo los balances de los bancos, reduciendo el apalancamiento, reequilibrando la actividad económica y encauzando las finanzas públicas por una trayectoria sostenible. Hemos logrado avances en todos estos frentes, pero para restablecer la confianza hay que concluir la tarea con determinación y aplomo. Quisiera profundizar sobre estos temas.

Consideremos en primer lugar las debilidades del sistema financiero. Los bancos saben que necesitan incrementar y mejorar su capital, saben que necesitan balances más líquidos y saben que deben evitar estrategias de negocio basadas en un apalancamiento excesivo. Las autoridades y el sector privado han logrado avances en este terreno. La mayoría de los bancos están hoy mejor capitalizados que antes de la crisis. Las normas de Basilea III



representan un marco creíble para seguir avanzando a este respecto, pero es esencial que las reformas financieras se implementen según lo planeado¹.

La recapitalización de los bancos debe complementarse con el pronto reconocimiento de las pérdidas por préstamos incobrables y con una valoración más realista de los activos. Las bajas relaciones precio-valor contable son un síntoma de las dudas que suscita la calidad de los activos bancarios (Gráfico 1). De hecho, en muchas de las principales jurisdicciones, estas relaciones siguieron reduciéndose en el último año. Por lo tanto, las autoridades y los bancos tendrán que actuar con determinación para mejorar cuanto antes la transparencia y la solidez de los balances de los bancos.

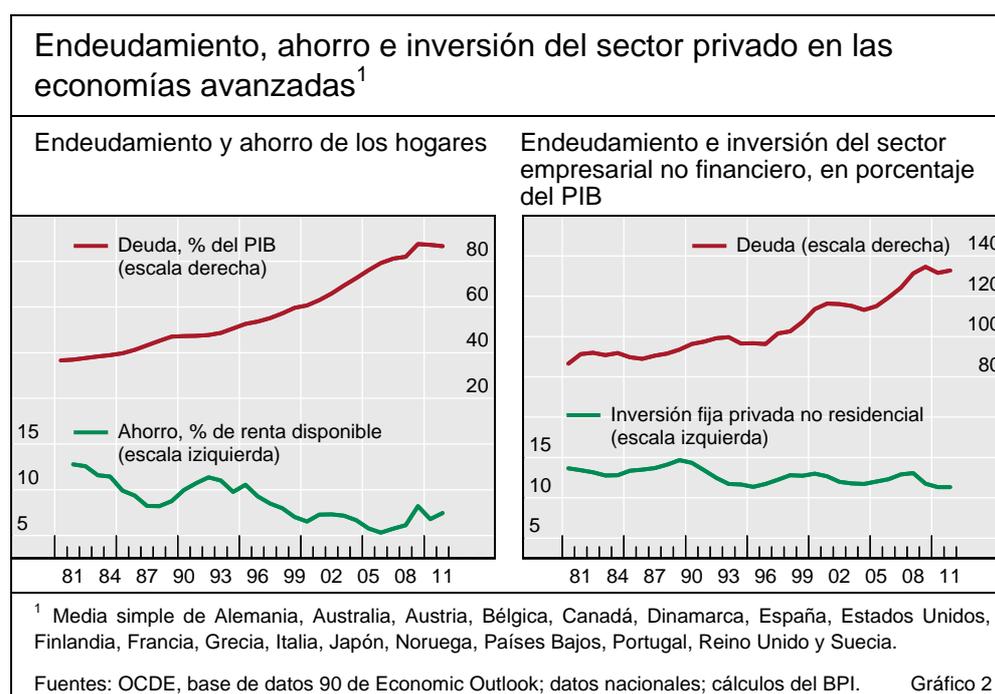
El segundo problema son los grandes desequilibrios y rigideces estructurales. El auge del crédito hizo que los recursos se asignaran de manera muy ineficiente. La construcción, las actividades financieras y otros sectores que se beneficiaron de la amplia disponibilidad de crédito crecieron de manera desproporcionada, sobre todo en países donde los precios inmobiliarios crecieron con más fuerza y se desplomaron después. El auge inmobiliario también confirió a los hogares una falsa sensación de seguridad sobre su patrimonio futuro, que los llevó a reducir su tasa de ahorro. Aun en un contexto de envejecimiento de la población y alto nivel de deuda pública, los hogares siguieron endeudándose cada vez más y ahorrando cada vez menos (Gráfico 2, panel izquierdo). Las empresas no financieras, a su vez, agravaron el problema al acumular deudas sin incrementar paralelamente su inversión real en capital fijo (Gráfico 2, panel derecho).

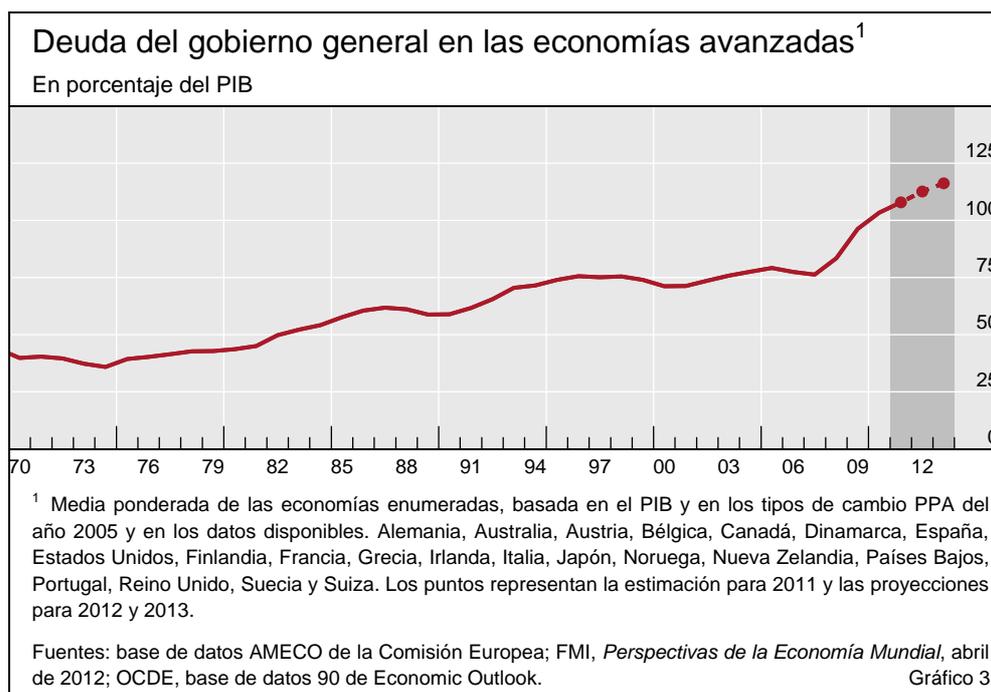
La fuerte expansión del crédito también enmascaró ineficiencias y rigideces estructurales que ya existían antes de la crisis financiera. El auge del crédito y del precio de los activos elevó los ingresos, redujo el desempleo y

¹ «Progress and challenges in financial reform» discurso de Jaime Caruana en el XXI International Banking Congress on «Banking business and banking regulation: strategies, results, prospects», San Petersburgo, 6 de junio de 2012. www.bis.org/speeches/sp120612.htm

favoreció las finanzas públicas, por lo que las cuestiones estructurales pasaron a un segundo plano. El avance lento y desigual en la solución de estos arraigados problemas estructurales está retrasando ahora el crecimiento económico. Los mercados de determinados productos y servicios aún no son competitivos. En algunos países, por ejemplo, muchos mercados de servicios siguen excesivamente regulados. Los mercados de trabajo aún son demasiado rígidos y a menudo protegen a quienes ya tienen empleo, pero ponen en una situación de desventaja a quienes buscan trabajo, sobre todo los jóvenes. Las decisiones sobre gasto público e impuestos en muchos casos aún se toman en base a consideraciones de corto plazo. Se destinan muy pocos recursos a investigación, capacitación y educación. Además, persisten ineficiencias tributarias. Ante el limitado avance de las reformas estructurales se hace más difícil corregir los grandes desequilibrios que revelaron los desplomes financieros más severos.

La tercera debilidad proviene del nivel insostenible de la deuda pública. Desde que estalló la crisis en 2007, la deuda pública del conjunto de las economías avanzadas ha pasado de alrededor del 75% del PIB en 2007 a más del 110% del PIB este año. Sin embargo, estos altos niveles no se deben exclusivamente a la crisis financiera, sino que la deuda pública de los principales países industriales ha ido aumentando de manera más o menos continua desde los años 70 (Gráfico 3). En los años anteriores a la crisis, los gobiernos trataron de consolidar sus finanzas públicas periódicamente, pero la contención rara vez se prolongó y la deuda siguió aumentando. Para complicar las cosas, el incremento del gasto público se destinó al consumo público y a transferencias. De hecho, la inversión pública disminuyó como proporción del PIB. El envejecimiento de la población, que ejercerá aún más presión sobre las finanzas públicas, podría reducir las tasas de crecimiento potencial. La conjunción de estos factores sin duda hará cada vez más difícil atender el servicio de la elevada deuda pública.





Considerando los déficits actuales y el gasto futuro relacionado con el envejecimiento demográfico, la trayectoria fiscal de la mayoría de los países industriales resulta insostenible. Para que la deuda volviera a situarse en sus niveles inmediatamente anteriores a la crisis, habría que alcanzar superávits considerables durante muchos años. Se han logrado avances en varios países, entre ellos algunos países de la zona del euro. No solo han reducido sus déficits presupuestarios actuales, sino que también han introducido reformas que sin duda mejorarán la gestión de sus finanzas públicas a medio plazo. No obstante, son pocos los gobiernos que han hecho lo suficiente por corregir el sesgo hacia el déficit que se observa en muchos países desde mediados de los años 70. Para eliminar este sesgo, se impone un examen más profundo de la eficiencia del sector público y de la estructura de gastos e impuestos.

Los límites de las políticas de los bancos centrales

Los bancos centrales desempeñan un papel importante al respaldar estos ajustes y de hecho han tomado medidas excepcionales a gran escala. Han mantenido las tasas oficiales cercanas a cero y han concedido préstamos a gran escala para contrarrestar los problemas de liquidez y aliviar las tensiones sobre la financiación bancaria. Estas medidas contribuyeron a evitar el colapso del sistema financiero e impidieron una depresión económica mundial.

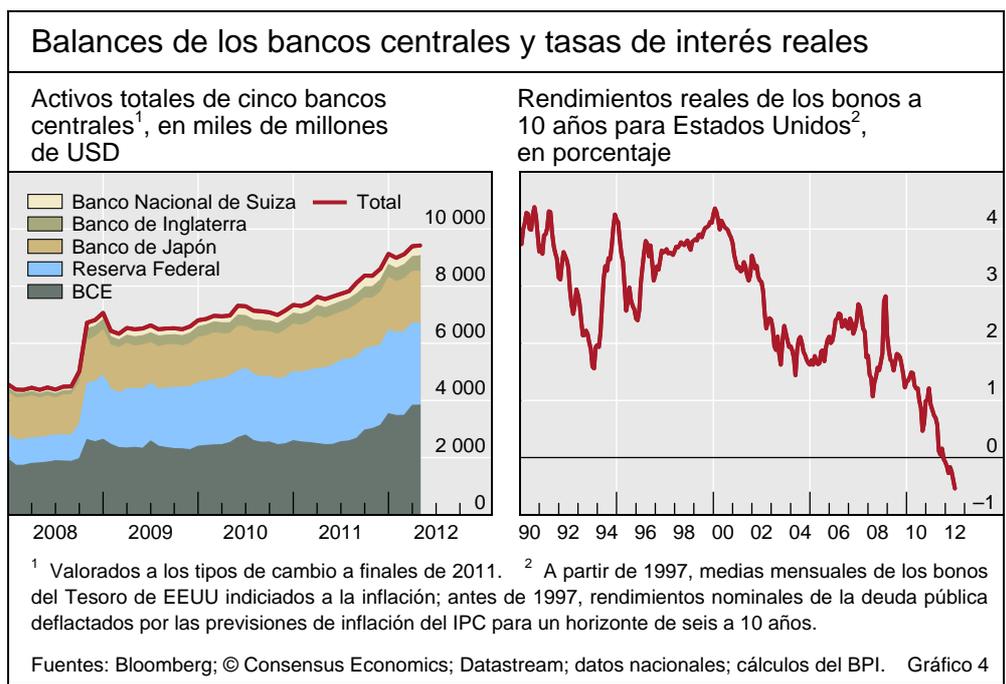
Pero los bancos centrales, enfrentados a continuas amenazas a la estabilidad financiera y al crecimiento, se han visto obligados a lanzar en repetidas ocasiones nuevos programas de apoyo a sus economías. Algunos lo han hecho comprando grandes cantidades de activos, generalmente deuda pública; otros anunciando su intención de mantener las tasas de interés oficiales bajas durante un periodo prolongado; y otros incluso comprando activos del

sector privado para reducir su prima de riesgo. En este proceso, algunos bancos centrales también han inyectado grandes cantidades de liquidez al sistema bancario —en ocasiones suavizando los criterios de calidad de las garantías admisibles—, y las autoridades de algunos países han intervenido directamente en los mercados de divisas y aumentado sus reservas.

Para hacerse una idea de la escala de estas medidas, basta con observar la expansión de los balances de los bancos centrales. Desde que estalló la crisis, el total de activos de los cinco bancos centrales de las principales economías avanzadas ha sobrepasado los 9 billones de dólares, o más de un 13% del PIB mundial, duplicando con creces su promedio anterior a la crisis cercano a 4 billones (Gráfico 4, panel izquierdo). Además, la composición de sus activos ha cambiado drásticamente y numerosos bancos centrales mantienen en sus balances una considerable proporción de títulos de deuda pública o han proporcionado una sustancial financiación a bancos comerciales, como en el caso de la zona del euro. Por ejemplo, la Reserva Federal mantiene ahora un 11% del total de deuda pública estadounidense en circulación, y el Banco de Inglaterra más del 18% de la deuda pública del Reino Unido.

La actuación de los bancos centrales contribuyó a reducir las tasas de interés a largo plazo, que han alcanzado niveles muy bajos incluso ante el fuerte aumento de las emisiones de deuda pública. Las tasas de interés reales a largo plazo de referencia son extremadamente bajas para las principales monedas, o incluso negativas, como en el caso de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años indicidos a la inflación (Gráfico 4, panel derecho). Además, con su actuación los bancos centrales lograron mitigar las tensiones sobre la liquidez y el crédito en los mercados privados.

Sin embargo, estos efectos pueden crear expectativas poco realistas sobre la capacidad de los bancos centrales. La política monetaria no puede resolver los problemas fundamentales que frenan el crecimiento sostenible.



Las causas de la crisis fueron estructurales y fiscales, por lo que solo reformas en estos frentes podrán llevar a la economía mundial nuevamente hacia un crecimiento sostenible. La política monetaria puede ganar tiempo para que otras políticas corrijan los problemas fundamentales de los balances, pero incluso en este rol transitorio, la política monetaria tiene sus límites y no está exenta de riesgos. En las circunstancias actuales, los beneficios de la prolongada relajación de la política monetaria no pueden darse por sentado.

Conforme se reducen y cuestionan los beneficios de la extraordinaria relajación de la política monetaria, es probable que aumenten los riesgos que conlleva la ampliación de los balances de los bancos centrales. Y estos riesgos pueden materializarse en formas que aún no tenemos totalmente claras. Me gustaría señalar tres riesgos principales.

El primero es que un estímulo monetario prolongado reste importancia a la urgencia de los ajustes fiscales y estructurales. La financiación barata que proporcionan los bancos centrales podría distorsionar las señales del mercado. Los prestatarios podrían sobreestimar su capacidad para devolver su deuda. Los bancos comerciales deciden más fácilmente posponer su ajuste. Las autoridades fiscales podrían verse tentadas a postergar la consolidación. Y la ausencia de ajustes podría incrementar la dependencia de los bancos centrales y acentuar la presión para que hagan aún más.

En segundo lugar, podrían ser considerables los riesgos que conllevan para la estabilidad financiera unas tasas de interés bajas durante mucho tiempo. El sector financiero podría ver minada su capacidad de generar ingresos y las entidades financieras, con ganancias reducidas, podrían tomar posiciones arriesgadas en sectores que no son los más necesitados de crédito. Una gran exposición al riesgo de tasas de interés en el sector financiero podría eventualmente servir de argumento para seguir manteniendo bajas las tasas de interés.

Un tercer riesgo es que las políticas pudieran calibrarse o comunicarse de forma errónea. La expansión sin precedentes de los balances ha llevado a los bancos centrales a un terreno desconocido. Al no tener referencias pasadas, será difícil calibrar y endurecer la política monetaria cuando inevitablemente llegue el momento. El exceso de reservas bancarias podría traducirse en una considerable expansión del crédito bancario de forma repentina e imprevista. Los bancos centrales cuentan con herramientas para reducir el exceso de reservas, pero siempre existe el riesgo de que se presione para mantener bajas las tasas de interés o de no ver a tiempo la necesidad de endurecer la política. Incluso si se logra evitar estos riesgos, será difícil lograr una comunicación convincente con el público en estas circunstancias sin precedentes.

Por último, si los mercados perciben que las decisiones de política monetaria están limitadas por las crecientes necesidades de financiación de los gobiernos, la capacidad de los bancos centrales para controlar la inflación podría llegar a verse seriamente comprometida. Por ello, la consolidación fiscal es fundamental no solo para restablecer la sostenibilidad fiscal, sino también para preservar la credibilidad de la política monetaria. Esta

credibilidad, forjada a lo largo de las dos últimas décadas, ha demostrado su valía durante la crisis, y no debería dilapidarse.

Reconforta por ejemplo saber que los bancos centrales han continuado enfatizando que las medidas extraordinarias adoptadas no han puesto en entredicho su compromiso con la estabilidad de precios. La importancia de este mandato fundamental implica que los bancos centrales no pueden ser responsables de todos los objetivos económicos.

La crisis de la zona del euro

La zona del euro es el ejemplo más palpable de la nociva interacción entre la fragilidad financiera, el fuerte endeudamiento de los sectores privado y público, y los desequilibrios estructurales. En algunos países, la combinación de un elevado apalancamiento de hogares y empresas, el saneamiento incompleto de los balances del sector financiero y el sobreendeudamiento soberano ha creado una serie de círculos viciosos. En tales circunstancias, la ausencia de un activo común libre de riesgo —que no necesariamente implicaría transferencias fiscales— y de un sistema bancario unificado tiende a segmentar los mercados financieros. Como consecuencia, el Eurosistema se ha visto obligado a adoptar un papel desproporcionado en el sistema financiero de la zona del euro.

Subsanar estas debilidades conjuntamente y de forma creíble es condición sine qua non para recuperar la confianza en los gobiernos, en la banca y en la moneda común. Es asimismo condición indispensable para garantizar el acceso de los soberanos más debilitados a los mercados de financiación, reactivar los préstamos interbancarios y disuadir a los depositantes para que no transfieran fondos al extranjero; en otras palabras, adquirir activos seguros no implicaría traspasar las fronteras nacionales. Finalmente, también es condición necesaria para que los bancos centrales puedan dejar de actuar como intermediarios financieros.

Se han producido avances en este terreno a nivel nacional y europeo. Por ejemplo, se está avanzando en las reformas estructurales de los mercados laborales y de los sistemas de pensiones. Estos esfuerzos, junto con la adopción del pacto fiscal, han creado un marco mejorado para que las políticas fiscales vuelvan a la sostenibilidad. Actuar según lo establecido en el pacto fiscal aumentará considerablemente la credibilidad de los soberanos.

Con todo, las fragilidades persistentes sugieren la necesidad de ir aún más lejos a escala nacional y europea. El desarrollo institucional no le ha seguido el ritmo a las necesidades de la unión monetaria en varios aspectos.

Por tanto, es positivo que estos delicados temas formen ahora parte de la agenda política. Una unión monetaria que centraliza el suministro de liquidez puede entrar en contradicción con sistemas bancarios fragmentados por las fronteras nacionales. Las recientes propuestas para avanzar en el frente bancario son prometedoras. En primer lugar, unificarían las normas bancarias en la zona del euro. En segundo lugar, una vez unificadas las normas, se centralizaría la responsabilidad en un órgano común de supervisión, seguro de depósitos y resolución. Cambios tan ambiciosos llevarán su tiempo. Aun así,

establecer una visión común, un objetivo acordado y un mandato claro podría ayudar a romper algunas de las interacciones nocivas que están imprimiendo virulencia a la crisis de la zona del euro.

Sería un error pensar que la zona del euro es un caso aislado. Las posibles interacciones adversas entre debilidades son palpables en otros lugares. Si no se toman medidas a tiempo, estas debilidades —sobre todo en materia fiscal— podrían provocar una crisis incluso en aquellos países que hasta ahora no se han visto afectados. Esto alejaría aún más el objetivo de lograr un crecimiento económico mundial sostenible.

El camino por delante

Para concluir, las dificultades por las que atraviesa actualmente la economía mundial están bien enraizadas y exigirán soluciones profundas. El ajuste fiscal, la consolidación de los balances bancarios y otras reformas necesarias no pueden aplazarse hasta que lleguen tiempos mejores. Recurrir a los bancos centrales sin actuar en otros frentes acabaría minando la confianza y aumentando los riesgos para la estabilidad macroeconómica y financiera.

La velocidad para reducir los déficits fiscales y aplicar las reformas dependerá de las circunstancias de cada país. Los países con posiciones fiscales más débiles y con mayor dependencia de la financiación externa deberán actuar con rapidez. La mayoría de las economías avanzadas no pueden permitirse el lujo de esperar. Se necesitan reformas fiscales profundas a todos los niveles gubernamentales.

Un ajuste fiscal simultáneo en muchos países impondría responsabilidades especiales a aquellos países con superávits por cuenta corriente y que dependen demasiado de las exportaciones. Mediante reformas estructurales y de otro tipo, estos países pueden reorientar sus economías para estimular la demanda interna y conseguir un crecimiento más sostenible en el largo plazo. Esto ayudaría a otros países a reducir sus insostenibles déficits por cuenta corriente.

El vigor de la demanda en numerosas economías emergentes ha ayudado a apuntalar la demanda mundial durante la crisis, pero incluso estas economías tan dinámicas no pueden depender siempre del estímulo macroeconómico. Algunas economías se enfrentan también a una expansión económica basada en el crédito, como la que tanto daño hizo a las economías avanzadas. Por último, hay otras economías que siguen siendo vulnerables a una reversión repentina de la financiación exterior.

El logro de un crecimiento fuerte y sostenible también pasa por una estrecha cooperación internacional. Para atacar la raíz de los problemas de la crisis, será fundamental aplicar las reformas acordadas y resistirse a los sesgos nacionales. Aunque no hay que subestimar los progresos realizados hasta ahora, también por parte de países que están soportando tensiones, llevará tiempo hasta que estos esfuerzos den sus frutos. Mientras tanto, debemos apoyarnos en estos progresos para completar la tarea, con el fin de devolver la confianza y reforzar los cimientos de un crecimiento sostenible.