

8 de diciembre de 2012

**Intervención del gobernador en la cena del Seminario de Alto Nivel
del Eurosistema y América Latina**

VI Seminario de Alto Nivel de los bancos centrales del Eurosistema y América
Latina / Santiago de Chile

Luis M. Linde
Gobernador

Estimado presidente Vergara, estimado vicepresidente Constancio, estimados colegas, señoras y señores,

Es un verdadero placer para mí participar en el Sexto Seminario de Alto Nivel de los Bancos Centrales del Eurosistema y de América Latina y tener la oportunidad de dirigirme a ustedes.

El Banco de España ha venido organizando este Seminario de Alto Nivel conjuntamente con el BCE desde su primera edición, en 2002. Además, cuando el Seminario cruzó el Atlántico, para celebrarse en Brasil, en 2004, en México, en 2009, y ahora en Chile, tuvimos la satisfacción de colaborar con nuestros homólogos latinoamericanos, en esta ocasión con el Banco Central de Chile. Así pues, como coorganizador, permítanme darles también la bienvenida a todos ustedes [Sean bienvenidos. Sejam Bem-vindos.]

De un discurso pronunciado durante una cena se espera que sea ligero o, al menos, no muy denso y, en cualquier caso, breve. Y así debería ser, especialmente porque el día de hoy ha sido largo para muchos de nosotros, recién llegados de muy lejos a este maravilloso país. Sin embargo, no es fácil para mí hacer un discurso ligero. Las circunstancias que atraviesa la Eurozona –y en particular algunos de sus miembros, España entre ellos– son tales que pecaría de artificialidad si en mi intervención de esta noche pasara por alto las dificultades a las que se enfrenta Europa. Trataré, al menos, de no alargarme en exceso.

Cuando, hace un decenio, se inició esta serie de seminarios, la situación de los países aquí reunidos era muy diferente. América Latina experimentaba un episodio más de tensiones financieras –a raíz de la crisis argentina– y la zona del euro seguía aprovechando el tirón del buen comienzo del euro y las brillantes perspectivas que ofrecía la Unión Monetaria. En la actualidad, la zona del euro se encuentra inmersa en una grave crisis, cuyas raíces –puede decirse a posteriori– ya estaban presentes en 2002.

El fuerte impulso hacia la integración económica y financiera que acompañó al proceso de adhesión y al establecimiento de la UEM dio origen a un período de intensa convergencia económica entre los Estados miembros, especialmente en países como España, que se había incorporado al proyecto partiendo de unos niveles de renta real inferiores a los de las principales economías de la zona.

No obstante, durante este proceso se produjo una acumulación de desequilibrios a escala nacional y europea. La profunda integración de los mercados de capitales europeos –una de las características más destacadas de la Unión Monetaria– hizo que las economías cuyas perspectivas se consideraban más brillantes pudieran disponer de grandes cantidades de financiación. En este proceso, destaca el caso de España.

De hecho, los fundamentos de la economía española no eran tan sólidos como parecían: los mercados de productos y de trabajo presentaban rigideces estructurales y el ciclo expansivo se sustentaba en un acusado aumento del crédito y en un crecimiento excesivo del sector inmobiliario, incluso tomando en consideración la creciente demanda generada por la inmigración y el turismo.

Entre 1999 y 2007, el peso de la inversión inmobiliaria en el PIB español se duplicó, situándose por encima del 12%, una de las cifras más elevadas de las economías avanzadas. La financiación del boom de la vivienda provino, en gran medida, de los países del núcleo de la Eurozona, intermediada por sus instituciones financieras, y se tradujo en un rápido crecimiento del endeudamiento externo de nuestro sector privado.

El correspondiente aumento del déficit por cuenta corriente no era solo señal de la solidez de la demanda interna, sino que reflejaba también una pérdida de competitividad gradual, pero sustancial. El significativo crecimiento del empleo entre 1999 y 2007 (5,5 millones de trabajadores, muchos de ellos inmigrantes), generado en la construcción y en otros sectores intensivos en trabajo, que supuso un incremento del 37%, interactuó con las disfunciones del mercado laboral dando lugar a ganancias de productividad muy bajas y a aumentos de los costes laborales relativos, incluso en los sectores más competitivos de nuestra economía.

Además, el boom de la vivienda y la expansión económica impulsaron un incremento extraordinario de los ingresos públicos, que permitió un crecimiento significativo del gasto público. De hecho, las cuentas públicas siguieron mejorando, de modo que en los años anteriores a la crisis se registraron superávits presupuestarios cercanos al 2% del PIB. Pero el carácter temporal de estos ingresos y la fragilidad subyacente de la situación fiscal se pusieron de manifiesto cuando se inició el ajuste en el sector de la vivienda. Como consecuencia de este ajuste y de la profundidad de la crisis, los superávits se han convertido en abultados y persistentes déficits, que se situaron en el -11% en 2009, una caída de más de 13 puntos porcentuales del PIB en solo dos años.

¿Podría haberse evitado o mitigado esta acumulación de desequilibrios? A posteriori, puede afirmarse que sí, sin duda, pero no se dieron los incentivos políticos y económicos en el momento oportuno.

Por una parte, los mercados financieros no lograron imponer ex-ante la suficiente disciplina de mercado: los inversores europeos e internacionales estaban deseosos de financiar a los países con rendimientos a corto plazo esperados más altos, desestimando las vulnerabilidades subyacentes. Los inversores suelen sumarse al clima general existente, y solo reaccionan –aunque de forma drástica– cuando salen a la luz las debilidades. De este modo, actúan procíclicamente, generando importantes oscilaciones en los flujos de capitales. A nuestros colegas latinoamericanos les resultan familiares estas experiencias, porque han sufrido este tipo de «frenazos de capital» (o sudden stop, según la acepción inglesa) en varias ocasiones durante las últimas décadas.

Por otra parte, las políticas económicas no respondieron adecuadamente a los peligros subyacentes. En un contexto de aparente estabilidad económica y financiera, y con el proyecto europeo viento en popa, resultaba difícil evitar la autocomplacencia, y eran escasos los incentivos para abordar –o siquiera analizar– los problemas subyacentes. Esto ocurría tanto en la esfera europea como en la nacional.

El marco de vigilancia europeo se centraba principalmente en el cumplimiento de los objetivos fiscales incluidos en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Sin embargo, este marco se reveló en sí mismo insuficiente y, en última instancia, ineficiente, porque se

basaba en objetivos nominales de déficit –que enmascaraban las vulnerabilidades presupuestarias bajo el paraguas de un aumento importante de los ingresos, de naturaleza cíclica– y porque se aplicaba de manera muy laxa.

En varios países de la zona del euro, entre ellos España, las políticas estructurales que podrían haber sentado las bases de una senda de crecimiento más duradera y sostenible resultaron ser tímidas en un período en que la economía encontraba su apoyo en la favorable situación existente. Esta característica no es, por cierto, peculiar de Europa: como sabemos muy bien, las políticas estructurales suelen adoptarse por necesidad, es decir, no en épocas de bonanza, sino de dificultades.

No obstante, la historia de la crisis financiera en España difiere en cierto modo de la de otros países desarrollados. Nuestro sistema financiero no estaba expuesto a los complejos activos estructurados que fueron el fundamento y raíz de la crisis financiera de 2007-2008. Sin embargo, pese a no mantener este tipo de activos tóxicos, hemos padecido la toxicidad de los activos inmobiliarios al profundizarse la crisis.

La paralización de los mercados financieros internacionales que se inició a mediados de 2007 también afectó a nuestros canales de financiación (muy dependientes, como he mencionado anteriormente, de la financiación externa dirigida hacia nuestro sector inmobiliario). La situación empeoró aún más cuando la crisis de la deuda soberana –que comenzó en Grecia a finales de 2009– se extendió progresivamente a otros países de la zona del euro con vulnerabilidades en sus fundamentos.

Como hemos podido comprobar en los debates de hoy, el detonante de la crisis en la zona del euro muestra, hasta cierto punto, similitudes con los observados en América Latina en el pasado: un cierre de los canales de financiación externa, que ocasionó importantes perturbaciones financieras y un ajuste real. Pero también existen diferencias, debido a que la reducción de los flujos de capitales se produjo en el seno de una unión monetaria sumamente integrada, con sus propios y peculiares mecanismos de ajuste, que dieron lugar a una segmentación de los mercados de capitales de la zona del euro. Estas peculiaridades también ayudan a explicar la enorme magnitud y profundidad de la crisis. La escala de los desequilibrios y de los ajustes supera la observada en las pasadas experiencias de América Latina.

Del mismo modo, los desafíos que afronta la zona del euro en su conjunto y cada uno de los países que la integran son de enormes proporciones. Ciertamente, la respuesta a la crisis –tanto a nivel nacional como a escala de las autoridades de la UE y de la zona del euro– ha sido importante, especialmente en las vertientes estructural e institucional.

Las autoridades de la zona del euro se han dado cuenta de que, para lograr la sostenibilidad a largo plazo de la UEM, es necesario gestionar la crisis y, al mismo tiempo, reorganizar la gobernanza europea y reforzar el marco institucional. Pero, el proceso de toma de decisiones en Europa, que a veces es lento, las dificultades para poner en práctica las políticas adoptadas y el debate en torno al reparto de la carga ocasionada por la crisis han limitado los efectos positivos de las citadas políticas sobre la confianza y la credibilidad.

En este contexto, el BCE y el Eurosistema han desempeñado un papel fundamental. Al tiempo que salvaguardaban su objetivo primordial de mantener la estabilidad de precios, sus medidas han estado dirigidas a restablecer el funcionamiento adecuado del mecanismo de transmisión de la política monetaria, como muestran las recientes decisiones del Consejo de Gobierno sobre la iniciativa de las Operaciones Monetarias de Compraventa (OMT).

Se han dado algunos pasos importantes a nivel europeo en el frente institucional. Se han reforzado y perfeccionado las reglas fiscales, se ha fortalecido la gobernanza y, en el ámbito financiero, se han realizado importantes avances en el establecimiento de un marco supervisor común. Paralelamente, en varios países –Alemania y España, entre otros– se han adaptado las constituciones nacionales para satisfacer estas nuevas exigencias.

Esta visión general de los problemas y desafíos a los que se enfrenta Europa puede compararse con la trayectoria seguida por América Latina durante y después de la crisis.

El comportamiento de América Latina durante la crisis demuestra que los países de la región han extraído las enseñanzas de los episodios similares que atravesaron a finales de los años noventa o a principios de la década de 2000. Concretamente, me gustaría destacar dos características del entorno económico que han hecho que, en esta ocasión, la región haya sido tan resistente frente a las perturbaciones externas: la mejora del marco macroeconómico –sustentado en la estabilidad de precios– y el reforzamiento de la estabilidad financiera.

Una vulnerabilidad recurrente de la región ha sido la tradicional dependencia de la financiación denominada en moneda extranjera. Esta forma de financiación estaba expuesta a “frenazos de capital”. Con el logro gradual de la estabilidad de precios, aumentó el atractivo de los mercados y de las monedas de la región, y las autoridades latinoamericanas aprovecharon esta oportunidad para promover el desarrollo de sus mercados financieros nacionales. La ampliación de la base bancaria local ha sido un complemento esencial de esta política. Los bancos extranjeros que han invertido en la región han desempeñado una función importante, en un contexto de liberalización financiera y bancaria. La mayor parte de esos bancos trajeron consigo un modelo basado en la banca minorista que se ajustaba especialmente bien a la necesidad de fortalecer la base financiera local. El hecho de que muchas filiales hayan tenido que financiarse localmente –con independencia de la matriz– ha ayudado asimismo a promover la inclusión financiera entre la población y ha contribuido a reducir las vulnerabilidades externas.

Conclusiones

La crisis económica y financiera en España y en otros países de la zona del euro –con su especial combinación de elementos nacionales e internacionales– también nos ha permitido extraer enseñanzas importantes en términos de estabilidad financiera.

Una de ellas es la relevancia del aspecto macroprudencial de la supervisión y el hecho de que contar con una buena supervisión microprudencial es una condición necesaria, pero

no suficiente, para construir un sistema financiero resistente. Es preciso desarrollar el marco y las herramientas que garanticen que la perspectiva macroprudencial sea tenida debidamente en cuenta. El reciente informe del BPI (Banco de Pagos Internacionales) sobre instrumentos macroprudenciales –presentado en nuestra última reunión en México– constituye un buen avance en esta dirección. No obstante, tanto el informe como el debate que ha generado también ponen de manifiesto las dificultades de establecer un marco macroprudencial apropiado a nivel local, regional y global.

Otra enseñanza que me gustaría mencionar es la importancia de la estrecha cooperación entre los supervisores del país de origen y de acogida, que se ha materializado en los Colegios de Supervisores, y que han desempeñado una función importante en este contexto. De hecho, la creación del Mecanismo Único de Supervisión Europeo, proceso que se pondrá en marcha el próximo año, conllevará nuevos retos para los supervisores de la zona del euro, que también tendrán que desarrollar nuevos procedimientos en sus relaciones con los supervisores de otras regiones.

Antes de concluir, quiero expresar mi agradecimiento al Banco Central de Chile y al presidente Vergara por su hospitalidad y por la perfecta organización de este evento, al Banco Central Europeo por su colaboración y apoyo así como a todos los participantes por su contribución y su interés.

Les deseo a todos que mañana el seminario siga siendo tan fructífero como hasta ahora y que disfruten de una estancia muy agradable en Santiago de Chile.

Muchas gracias por su atención.