

Nota de prensa del capítulo 1: *Sortear los obstáculos financieros en ciernes*

Informe sobre la estabilidad financiera mundial (GFSR), octubre de 2009

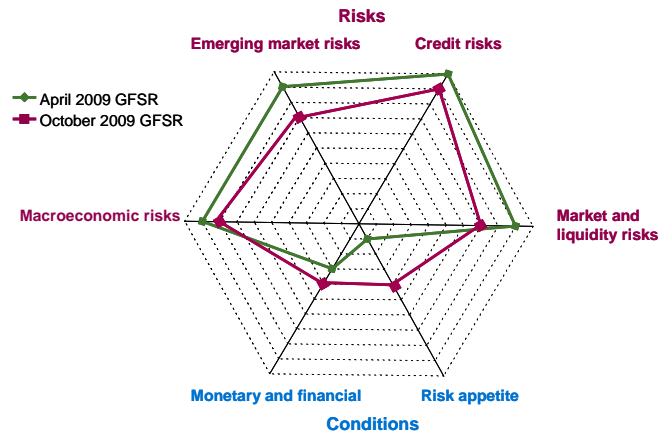
Observaciones y conclusiones fundamentales

- **La situación financiera mundial está más estable, pero los riesgos siguen siendo elevados.**
- **Se ajustaron a la baja las pérdidas mundiales estimadas, que ahora rondan US\$3,4 billones. Sin embargo, las pérdidas bancarias aumentarán; quedan por reconocer más de la mitad de las rebajas contables.**
- **Las autoridades enfrentan retos considerables a corto plazo: lograr que el crédito crezca lo suficiente como para sustentar la recuperación económica, elaborar estrategias de salida adecuadas y controlar los riesgos generados por el fuerte endeudamiento público, entre otros.**

La estabilidad financiera mundial se afianzó tras la adopción de medidas de política históricas y la aparición de indicios de reactivación económica. Aun así, los riesgos globales siguen siendo elevados, y el riesgo de un vuelco, significativo (gráfico 1). Nuestra estimación de las pérdidas mundiales originadas en la crisis durante 2007–10 ronda ahora US\$3,4 billones (alrededor de US\$600.000 millones menos que en la última edición del informe *GFSR*), más que nada gracias a la valoración en alza de los títulos bursátiles.

Las instituciones financieras continúan afrontando tres grandes retos: reconstituir los capitales, robustecer los ingresos y dejar de apoyarse en el financiamiento público. El volumen de rebajas contables de sociedades financieras por tenencias de valores está disminuyendo, pero el deterioro del crédito seguirá traducándose en más pérdidas durante los próximos años. Las rebajas contables de las tenencias bancarias de préstamos y valores entre mediados de 2007 y mediados de 2009 totalizan US\$1,3 billones. Estimamos que quedan por reconocer US\$1,5 billones en rebajas efectivas y potenciales hasta finales de 2010 (gráfico 2). Aunque en el sector bancario la capitalización y las perspectivas mejoraron significativamente desde la última edición del

Figure 1. Global Financial Stability Map

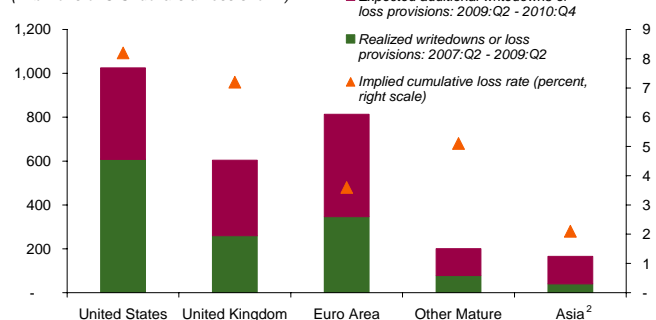


Source: IMF staff estimates.

Note: Closer to center signifies less risk, tighter monetary and financial conditions, or reduced risk appetite.

Figure 2. Realized and Expected Writedowns or Loss Provisions for Banks by Region

(In billions of U.S. dollars unless shown)



Source: IMF staff estimates.

¹Includes Denmark, Iceland, Norway, Sweden, and Switzerland.

²Includes Australia, Hong Kong SAR, Japan, New Zealand, and Singapore.

informe *GFSR*, no se prevé que los ingresos puedan compensar del todo las rebajas futuras. Los bancos disponen de suficiente capital para sobrevivir, pero siguen presionados por el desapalancamiento. Dado que los ingresos en estado estable probablemente sean inferiores a los registros previos a la crisis, se necesitarán medidas más enérgicas para robustecer los capitales y los ingresos bancarios y apuntalar así el crédito.

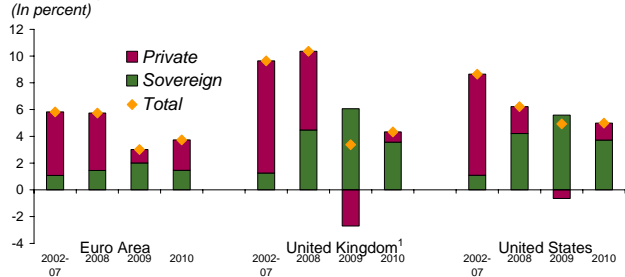
El crecimiento del crédito al sector privado continúa contrayéndose en todas las grandes economías porque la debilidad de la actividad y el desapalancamiento de los hogares frenan la demanda de crédito del sector privado, y la capacidad de financiamiento de los sectores bancario y no bancario sigue siendo limitada (gráfico 3). Sin embargo, las necesidades

totales de crédito no están disminuyendo al mismo ritmo, debido a los crecientes déficits del sector público. Esto probablemente se traduzca en limitaciones a la disponibilidad de crédito, y los bancos centrales quizá deban continuar brindando respaldo para aliviarlas.

Los riesgos de cola en los mercados emergentes se moderaron gracias a la adopción de medidas de política enérgicas. Asia y América Latina fueron los mayores beneficiarios de la estabilización de los principales mercados y del repunte de las entradas de cartera. Sin embargo, los riesgos de refinanciamiento e impago se mantienen relativamente elevados en el sector empresarial, que deberá refinanciar deuda en moneda extranjera por un valor de US\$400.000 millones durante el próximo bienio. La situación es particularmente aguda en las economías emergentes de Europa —donde los ingresos empresariales están cayendo estrepitosamente como consecuencia de la recesión y ya hubo varios casos importantes de cesación de pagos—, pero también es preocupante para empresas apalancadas más pequeñas de Asia y América Latina. Los países que dependen mucho del financiamiento externo y transfronterizo son los más vulnerables.

La transferencia del riesgo del sector privado a los balances públicos despierta el temor de que las tasas de interés a más largo plazo experimenten presiones al alza a menos que los gobiernos demuestren estar fehacientemente comprometidos a lograr una sostenibilidad fiscal a mediano plazo y anclar las expectativas. Aunque la emisión neta de deuda soberana de 2010–12 sería inferior a las proyecciones para 2009, probablemente se mantenga muy por encima del promedio de 2002–07, ya que los déficits fiscales seguirán siendo elevados (gráfico 4). Los análisis de los datos de panel históricos indican que un aumento persistente de

Figure 3. Growth of Nonfinancial Sector Debt: History and Projected Borrowing Needs

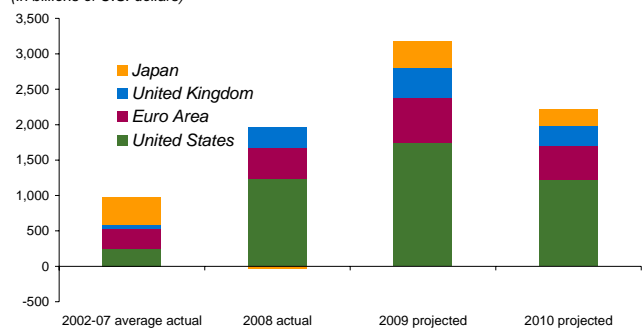


Source: IMF staff estimates.

Note: Data for 2002-07 represent average annual totals while 2009 and 2010 are projected borrowing needs. Total growth is broken down into private and sovereign contributions.

¹There was no reliable fit for corporate credit demand in the United Kingdom, so the U.S. model was used as a proxy.

Figure 4. Net Sovereign Debt Issuance in Mature Markets



Source: IMF staff estimates.

Note: Numbers are converted to U.S. dollars at current exchange rates. Net issuance includes bonds and bills.

1 punto porcentual del déficit fiscal en relación con el PIB produce un aumento de entre 10 y 60 puntos básicos de las tasas de interés a largo plazo.

Aunque los riesgos sistémicos se suavizaron, los retos para la política económica continúan siendo significativos. Las autoridades deben i) lograr un crecimiento del crédito suficiente para apuntalar la incipiente recuperación económica; ii) elaborar estrategias de salida adecuadas; iii) controlar los riesgos que entrañan las presiones sobre los balances soberanos, y iv) mantener un equilibrio entre la regulación y las fuerzas del mercado al reducir los riesgos sistémicos en el futuro. A mediano plazo, las autoridades deben procurar restablecer la disciplina del mercado, abordar los riesgos planteados por las instituciones sistémicas, aplicar un enfoque de política macroprudencial y afianzar la supervisión de las instituciones financieras transfronterizas.

Nota de prensa del capítulo 2:
Propuestas y dificultades para la reactivación de los mercados de titulización

Informe sobre la estabilidad financiera mundial (GFSR), octubre de 2009

Preparada por John Kiff, Jodi Scarlata, Andreas Jobst y Michael Kisser

Observaciones y conclusiones fundamentales

- Una titulización sólida ofrece importantes beneficios: el crédito se asigna de manera más eficiente, el riesgo crediticio se transfiere del sector bancario a inversionistas más diversificados, y los riesgos y las rentabilidades están mejor adaptados a los posibles inversionistas finales.
- Si el proceso de titulización no vuelve a ponerse en marcha, se prolongarían las presiones sobre el financiamiento bancario, disminuiría el crédito, y los bancos centrales y los gobiernos tendrían que continuar cubriendo esas brechas.
- El nuevo modelo de titulización sólida debe abandonar los mercados “dinámicos” del pasado y establecer mercados que atiendan de manera fiable las necesidades de financiamiento de los prestamistas sin exacerbar la complejidad de los productos y el apalancamiento.
- Las diversas propuestas para reactivar una titulización sostenible —niveles más altos de capitalización obligatoria, normas contables más estrictas para las entidades estructuradas fuera del balance, mayores exigencias de retención y obligaciones de divulgación— están correctamente orientadas.
- Sin embargo, si se implementan en combinación, su interacción podría resultar en una reactivación demasiado costosa de la titulización. Antes de poner en práctica esas propuestas, habría que estudiar su impacto para cerciorarse de que, en combinación, no sofocan la titulización sólida, sino que la promueven.

La titulización galopante que se observó en 2005–07 fue consecuencia del desfase de incentivos procedentes de varias fuentes: los emisores y las calificadoras de riesgo interactuaron para sobrevalorar los títulos, el arbitraje regulatorio y contable motivó estructuras y productos de inversión poco apropiados, y las remuneraciones basadas en el desempeño cortoplacista estimularon la emisión. Muchos inversionistas, por su parte, descuidaron la diligencia debida de sus posiciones titulizadas, en muchos casos porque la información necesaria no era fácil de obtener. Cuando todas estas deficiencias pasaron a primer plano —como demostraron, en parte, la multiplicación de los incumplimientos entre los prestatarios y el colapso de las valoraciones—, la emisión y los precios de los productos

titulizados se desmoronaron y gran parte del mercado quedó efectivamente paralizado en 2008 y 2009.

En este capítulo se examina el ascenso y la caída de los mercados de titulización de etiqueta privada y se evalúan las distintas iniciativas encaminadas a ponerlos nuevamente en marcha sobre una base sostenible. Esas propuestas buscan corregir el desfase de los incentivos y las oportunidades de arbitraje regulatorio, que entorpecieron la distribución eficiente del riesgo, debilitaron la disciplina del mercado y erosionaron las normas de monitoreo y evaluación del riesgo. Entre las medidas contempladas figuran el aumento de los cargos de capital regulatorio, normas contables más rigurosas para el retiro de activos del balance, exigencias de retención más estrictas para los originadores y mayores obligaciones de divulgación.

En particular, en el capítulo se evalúan iniciativas planteadas en Estados Unidos y en Europa para aplicar a los originadores una exigencia de retención mínima de 5% de modo que “tengan más en juego”, asegurando así que alguien asume concienzudamente la responsabilidad del monitoreo y la evaluación del riesgo. En el capítulo se demuestra la necesidad de una implementación flexible para que los incentivos estén ampliamente alineados, ya que a medida que cambian las probabilidades de incumplimiento, así como las condiciones económicas y la calidad de los préstamos, los originadores de productos titulizados tendrán diferentes incentivos para evaluar los préstamos.

Propuestas

El capítulo contiene varias propuestas, algunas de las cuales abarcan actividades que ya se encuentran en estudio y que se inspiran también en ideas presentadas en ediciones anteriores del informe *GFSR*.

- Se deben reducir los incentivos de arbitraje de calificaciones y de regímenes regulatorios según las calificaciones; por ejemplo, obligando a las calificadoras de riesgo a divulgar sus metodologías y a publicar los datos empleados para calificar las rentabilidades, y diluyendo la relación de dependencia de las regulaciones con respecto a las calificaciones.
- Las exigencias de retención deben estar adaptadas al tipo de producto financiero, los riesgos que entraña y las condiciones económicas previsibles; de lo contrario, las autoridades deben optar por un programa de retención no tan exhaustivo pero que abarque la mayoría de los resultados.
- Se debe promover la divulgación y la transparencia de los estados financieros, sobre todo en lo que respecta a las exposiciones fuera del balance. Sin embargo, la divulgación debe concentrarse en información de especial relevancia, sin sobrecargar a los tituladores y a los inversionistas con datos irrelevantes.

- Se debe revisar la remuneración de los tituladores de acuerdo con criterios más largoplacistas, y las modificaciones de las normas contables de titulización nos acercan más a esa meta.
- Se deben simplificar y normalizar los productos titulizados para mejorar la liquidez, de modo que los precios reflejen mejor las transacciones efectivas.

Un concepto fundamental de este capítulo es que, aunque individualmente todas estas medidas están bien orientadas, antes de ponerlas en práctica es necesario evaluar con cuidado su interacción. Se debe estudiar su impacto para cerciorarse de que, en combinación, promuevan una titulización sostenible.

Nota de prensa del capítulo 3: *Eficacia y desmantelamiento de las intervenciones en los mercados durante las crisis financieras*

Informe sobre la estabilidad financiera mundial (GFSR), octubre de 2009

Preparada por Effie Psalida, Wouter Elsenburg, Andreas Jobst, Kazuhiro Masaki y Sylwia Nowak

Observaciones y conclusiones fundamentales

- **Aunque una evaluación exhaustiva de la eficacia a largo plazo de las intervenciones en casos de crisis sería prematura, el análisis empírico de este capítulo indica que los anuncios de intervención lograron calmar mercados financieros en turbulencia.**
- **Medidos contra la meta a corto plazo de calmar los mercados, los anuncios de respaldo a la liquidez exhibieron un máximo de eficacia durante las primeras fases de la crisis, en tanto que la recapitalización de los bancos y las compras de activos por parte de las autoridades lograron un máximo de eficacia en etapas posteriores.**
- **En lo que respecta a la eficacia a largo plazo, nuestras primeras conclusiones son que los precios de mercado de algunos instrumentos financieros comenzaron a estabilizarse y que la emisión de deuda está repuntando en respuesta a las medidas sin precedentes lanzadas por el sector público ante la crisis.**
- **El desmantelamiento de las intervenciones en la crisis debe guiarse por la reanudación de una confianza duradera en la salud de las instituciones y los mercados financieros. La comunicación clara sobre el desmantelamiento —no limitada a cuándo comenzará, sino referida también a cómo está pensado el proceso en su totalidad— es importante para conservar la estabilidad del mercado y manejar las expectativas.**

En este capítulo se evalúa en qué medida las intervenciones anunciadas y lanzadas por las autoridades de las grandes economías avanzadas durante la crisis financiera actual lograron calmar mercados turbulentos y restablecer la estabilidad financiera. Junto con un examen preliminar del impacto a más largo plazo de estas intervenciones en los mercados a los que estuvieron dirigidas, en el capítulo también se analiza su desmantelamiento, planteándose sus tiempos, orden y distorsiones.

En el capítulo se abordan tres cuestiones principales:

¿En qué medida lograron calmar los mercados los anuncios de intervención?

La disminución del estrés en el sector bancario y el restablecimiento parcial de la autosuficiencia en los mercados de deuda más dañados son indicios prometedores de que las

intervenciones públicas más extensas en el sector financiero desde la Gran Depresión ayudaron a contener el temor de riesgo sistémico. Las respuestas frente a la crisis fueron rápidas y, en cierta medida, lograron calmar los mercados financieros y restablecer el funcionamiento del mercado.

El análisis parte de un estudio de sucesos basado en anuncios efectuados en 13 economías avanzadas a lo largo de dos años (junio de 2007 a junio de 2009). Las conclusiones son que en un ambiente de aguda incertidumbre en los mercados y elevados riesgos de contraparte, como el que caracterizó las primeras etapas de la crisis, cuando primaba la inquietud en torno a la liquidez del financiamiento, el respaldo a la liquidez fue lo más eficaz para calmar los mercados financieros.

A medida que el núcleo de la crisis pasó de la liquidez a la solvencia, los anuncios de recapitalización de los bancos y de compras de activos por parte de las autoridades lograron un máximo de eficacia, ya que contribuyeron a aliviar el riesgo crediticio.

¿Qué grado de eficacia tienen las intervenciones a más largo plazo?

Aunque una evaluación exhaustiva de la eficacia a largo plazo sería prematura, existen varios aspectos cuya evaluación puede resultar fructífera en el interin. En el capítulo se examinó la eficacia a más largo plazo de examinar los volúmenes de emisión y los movimientos generales de los precios de los instrumentos financieros en los que intentaron influir las autoridades. A pesar de que es muy difícil vincular intervenciones concretas con la eficacia a más largo plazo, debido a sucesos intermedios y otros factores distorsionantes, las conclusiones iniciales son que algunos precios de mercado se están estabilizando y que la emisión de deuda está repuntando.

¿Cuándo y cómo deben dismantelarse las medidas de crisis del sector público?

En términos generales, el dismantelamiento de las intervenciones de los bancos centrales y los gobiernos en el sistema financiero a causa de la crisis debe guiarse por la reanudación de una confianza duradera en la salud de las instituciones y los mercados financieros. Como las condiciones económicas y financieras varían según el país, no hay un modelo general que dicte cuándo dismantelar las medidas lanzadas durante la crisis ni en qué orden.

Ahora bien, rigen ciertos principios generales.

1. La estrategia para decidir los tiempos y las modalidades del dismantelamiento debe incluir el manejo de las expectativas del mercado y contemplar una comunicación clara sobre el cuándo y el cómo.
2. Es importante planificar la forma de impedir oportunidades de arbitraje entre sectores o entre países. Por ejemplo, de ser posible, es preferible que los países coordinen el dismantelamiento de las garantías públicas de emisión de deuda bancaria.

3. En cuanto a las medidas gubernamentales en el sector financiero, la prioridad debe ser desmantelar los programas de respaldo que producen un impacto distorsionador sustancial en los mercados financieros e implican grandes pasivos contingentes para los gobiernos. Con todo, habrá que sopesar los tiempos y las modalidades de estas decisiones contra la condición de los mercados financieros, sobre todo su iliquidez o fragilidad.