

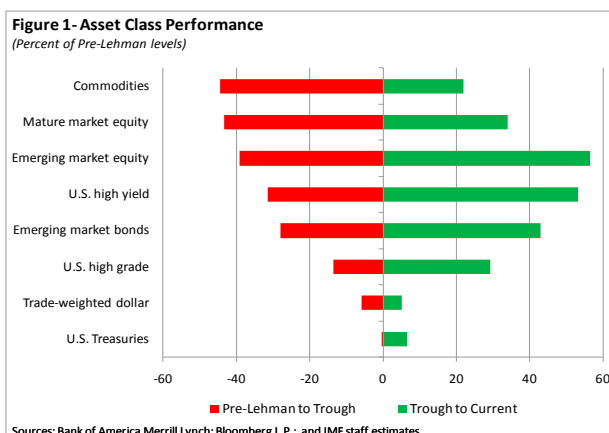
Se estabiliza el sistema financiero, pero quedan por delante el repliegue de las medidas de apoyo, la reforma y los retos fiscales

Los riesgos sistémicos continúan reduciéndose a medida que se fortalecen los fundamentos económicos y se mantiene un respaldo público sustancial. Pese a las mejoras, la estabilidad financiera sigue siendo frágil en muchas economías avanzadas y algunos países de mercados emergentes golpeados duramente. Una de las prioridades máximas es mejorar la salud de estos sistemas bancarios para que se normalice el canal crediticio. El traspaso de riesgos financieros a los balances soberanos y el aumento de los niveles de deuda pública también agudizan los riesgos para la estabilidad financiera y complican el desmantelamiento del respaldo otorgado. Las afluencias de capital registradas en algunos países de mercados emergentes están comenzando a despertar inquietudes en torno a presiones sobre los precios de los activos y los tipos de cambio. Las autoridades de esos países posiblemente tengan que desmantelar antes las medidas de apoyo para contener los riesgos que atentan contra la estabilidad financiera. En todos los países, el objetivo consiste en desmantelar las intervenciones públicas extraordinarias para pasar a un sistema financiero internacional que sea más seguro, pero que conserve el dinamismo necesario para promover un crecimiento sostenible.

Los mercados financieros experimentaron una fuerte recuperación tras tocar mínimos, gracias al fortalecimiento de los fundamentos económicos y a un respaldo público sostenido (véase *Actualización de las Perspectivas de la economía mundial*, enero de 2010). Se ha

reavivado el apetito por el riesgo, los mercados de renta variable mejoraron y los mercados de capital volvieron a entrar en marcha. En consecuencia, al no materializarse un colapso de la actividad económica y financiera —que era lo que más temían los inversionistas—, los precios de una amplia variedad de activos repuntaron drásticamente, dejando atrás sus mínimos históricos (gráfico 1).

Esta evolución favorable se tradujo en una disminución global de los riesgos sistémicos. En general, los riesgos de crédito y de mercado retrocedieron, gracias al afianzamiento de las perspectivas económicas y a la disipación de riesgos macroeconómicos, y también al respaldo proporcionado por condiciones monetarias y financieras acomodaticias. Los



riesgos también se redujeron en los mercados emergentes. Las actuales condiciones monetarias y financieras más distendidas son beneficiosas, pero a la vez encierran retos futuros que habrá que sortear con cuidado.

Aun tras esta mejora global, el saneamiento del sistema financiero está lejos de haber llegado a término, y la estabilidad financiera continúa siendo frágil. Persisten dificultades apremiantes como resultado de la crisis. A la vez, están surgiendo riesgos nuevos como consecuencia del respaldo extraordinario proporcionado por las medidas instituidas por los gobiernos. De hecho, ese respaldo sin precedentes tiene por costo un aumento considerable del riesgo para los balances soberanos y, en consecuencia, un aumento de la carga de la deuda soberana que acarrea riesgos para la estabilidad financiera futura. Al mismo tiempo, algunas importantes economías de mercados emergentes ya experimentaron un fuerte repunte, lo cual está comenzando a generar preocupación en torno a presiones alcistas sobre los precios de los activos y los tipos de cambio. Por ende, las autoridades deberán decidir con cuidado el momento, la secuencia y la modalidad de la transición hacia un sistema financiero renovado.

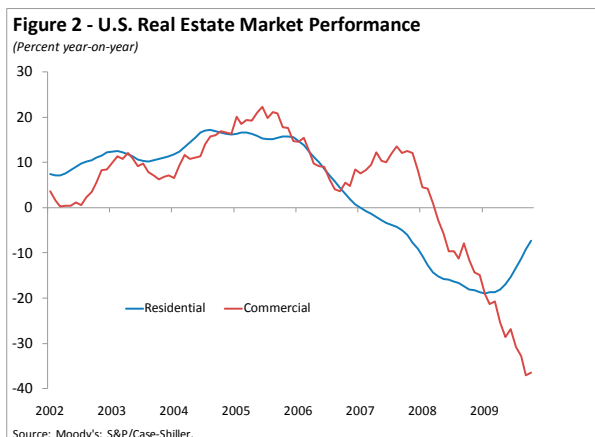
Los bancos y el crédito

El primer reto de envergadura consiste en restablecer la salud del sistema bancario y, a nivel más general, el suministro de crédito. Para eso es necesario que el proceso de desapalancamiento bancario en curso continúe sin trastornos y no requiera ajustes tan profundos que comprometan la reactivación. La absorción de pérdidas crediticias sigue su curso, respaldada por la movilización de capitales. Nuestra estimación de las

reducciones previstas en los valores contables de los activos se actualizará en el informe *GFSR* de abril próximo; el repunte de los precios de los títulos que figuran en los balances de los bancos lleva a pensar que, si se la efectuara en este momento, la cifra sería un poco más baja de lo antes estimado.

De cara al futuro, pese a haberse registrado cierta movilización de capitales bancarios, quizá sea necesario incrementarla sustancialmente para sustentar la recuperación del crédito y el crecimiento económico en el contexto de las futuras normas de Basilea sobre coeficientes de capitalización, que parecen estar convergiendo con las normas de los mercados en las que se basaron los cálculos sobre las necesidades de capital restantes publicados en la edición de octubre de 2009 del informe *GFSR*.

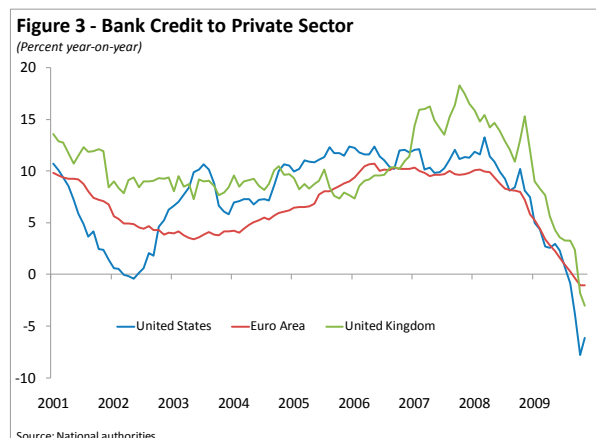
Se estima que las pérdidas crediticias vinculadas a operaciones inmobiliarias comerciales aumentarán sustancialmente (gráfico 2). Las reducciones previstas en los valores contables están concentradas en los países que experimentaron las alzas de precios más pronunciadas y las correcciones más profundas, y coinciden con nuestras estimaciones anteriores.



Los bancos no solo se enfrentan a la tarea de recaudar más capital, sino que también tienen que tener en cuenta posibles déficits de financiamiento. Como lo señalamos en la edición del informe *GFSR* de octubre de 2009, se vislumbra una avalancha de vencimientos en el período 2011–2013, fruto de la preferencia durante la crisis por vencimientos cada vez más cortos. Si la confianza tambaleara, los bancos podrían tener graves problemas para refinanciar esa deuda.

Una inquietud más inminente es el desmantelamiento de los mecanismos especiales de liquidez activados por los bancos centrales y las garantías públicas concedidas a la deuda bancaria. Aunque el uso de ambos tipos de programa disminuyó a medida que se estabilizaban los mercados de dinero y de financiamiento, algunos bancos todavía dependen más que otros de ese respaldo. A menos que se subsanen las debilidades de estos bancos al mismo tiempo que se retiran las medidas de apoyo financiero, existe el riesgo de que resurjan los trastornos en el sector bancario y se produzca una pérdida general de confianza, lo cual podría tener implicaciones sistémicas.

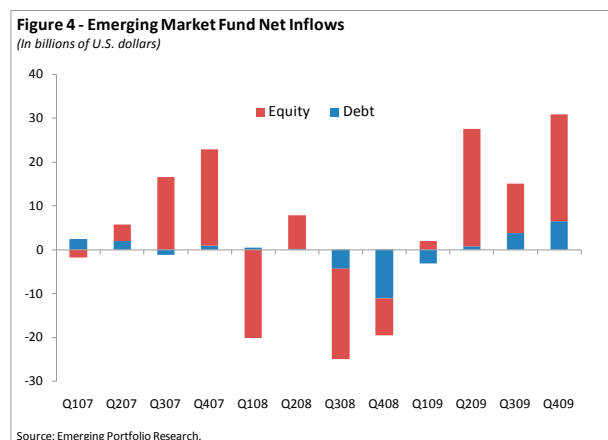
El crecimiento del crédito bancario aún no se ha recuperado en los mercados maduros, pese a las mejoras recientes de las perspectivas económicas (gráfico 3). Las encuestas entre oficiales de crédito de los bancos muestran que las condiciones crediticias continúan endureciéndose en Estados Unidos y la zona del euro, aunque en un grado sustancialmente más moderado. Si bien están en juego factores vinculados a la oferta de crédito, en este



momento parece que la debilidad de la demanda de crédito es lo que más está frenando esta actividad en general.

El crecimiento del crédito bancario continúa contrayéndose a medida que avanza el ciclo crediticio. Aunque nos estamos acercando al punto más bajo del ciclo, las perspectivas de un repunte fuerte son sumamente inciertas. Las fuentes no bancarias de crédito, como por ejemplo la emisión de bonos corporativos, experimentaron una recuperación vigorosa, pero en muchos casos no tienen el volumen suficiente para compensar el declive del crédito bancario y se utilizaron mayormente para refinanciar deuda activa. El afianzamiento de las perspectivas económicas estimulará tanto la demanda de crédito como la disposición de los bancos a conceder préstamos, aunque su capacidad para hacerlo podría resultar una traba más seria mientras los bancos continúen lidiando con problemas de capital y financiamiento. La incertidumbre en torno al futuro marco regulatorio también podría influir en las decisiones de crédito de los bancos.

Se prevé que la rentabilidad futura de los bancos se vea limitada por una combinación continua de reducciones de los valores contables y presiones de financiamiento y



capital, además de la fragilidad del crecimiento del crédito. Esto pone de relieve la necesidad de tomar medidas más decisivas para promover la reestructuración de los bancos, a fin de que cuenten con márgenes suficientes para superar shocks futuros y crear reservas de capital adicionales.

Ingreso de capitales en los mercados emergentes

Si bien los flujos de capitales bancarios destinados a los mercados emergentes todavía no se han recuperado, la reactivación de la inversión de cartera alimentó un repunte de los activos de los mercados emergentes, especialmente de los activos de renta variable y en menor medida de los activos inmobiliarios. Existe el temor de que esta afluencia de capitales genere burbujas de precios y ejerza presión alcista sobre los tipos de cambio, lo cual puede complicar la implementación de políticas monetarias y cambiarias, sobre todo en los países con regímenes cambiarios menos flexibles.

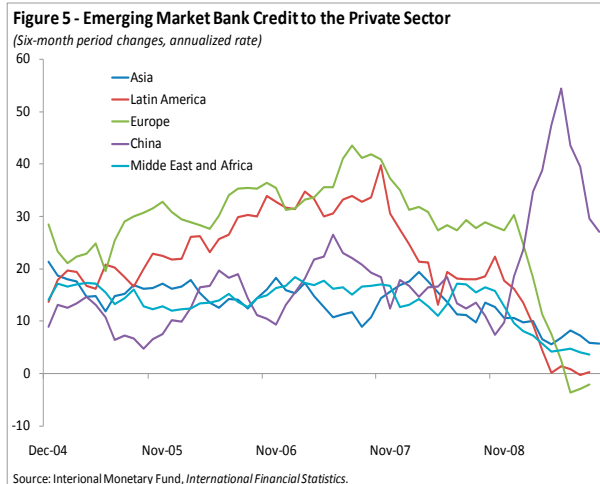
Estas entradas de capital responden a una variedad de factores. Su repunte inicial, en el segundo trimestre del año pasado, parece haber sido resultado de cambios en las preferencias

de los inversionistas (gráfico 4). El apetito por el riesgo mostró un fuerte repunte, y eso benefició a todos los activos de riesgo. Dado el bajo nivel de las tasas de interés en las economías avanzadas, los inversionistas abandonaron los refugios tradicionales en búsqueda de rendimientos. Ese movimiento se puede observar en la caída de las cotizaciones del dólar y de los bonos del Tesoro, así como en la salida de capitales de los fondos del mercado del dinero. Pero a partir del segundo trimestre, los capitales se vieron atraídos por otros factores, sobre todo la mejora de las perspectivas de crecimiento en los mercados emergentes, en particular en Asia y América Latina. Las expectativas de apreciación de los tipos de cambio en estas regiones también estimularon nuevas entradas de capital.

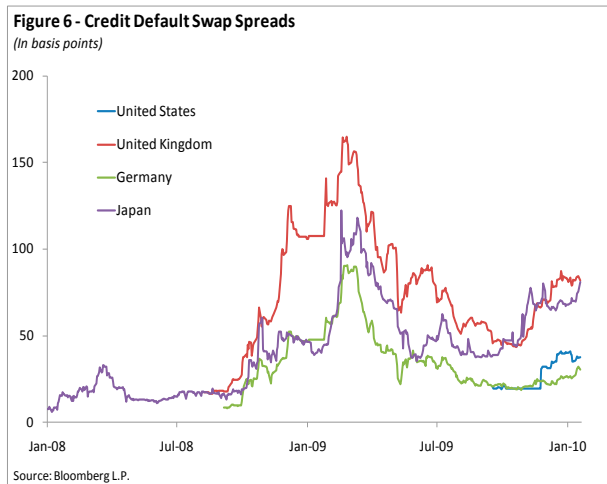
El alza de los precios de los activos todavía no se puede considerar excesiva y generalizada, aunque en algunos países y mercados las presiones se recrudecieron considerablemente. La inflación de los precios de las propiedades está dentro de los niveles históricos, con algunas excepciones específicas.

Además, salvo en el caso de China, el crecimiento del crédito continúa sin experimentar una recuperación notable en muchos mercados emergentes (gráfico 5). Eso lleva a pensar que el apalancamiento todavía no es un factor crítico en el aumento de los precios de los activos. Ahora bien, las autoridades no pueden dejar de mantenerse atentas a las entradas de capital y la inflación de precios de los activos. A medida que se afianza la recuperación, la liquidez creada por esos capitales podría alimentar una expansión excesiva del crédito y un avance insostenible de los precios de los activos.

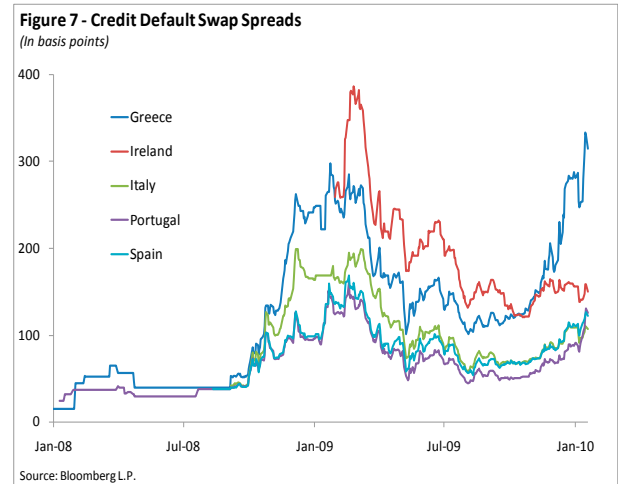
La deuda soberana, bajo presión



Los participantes en los mercados financieros están prestando cada vez más atención a la estabilidad fiscal de las economías avanzadas. La inquietud en torno a la sostenibilidad y la incertidumbre política se tradujo en un aumento de los diferenciales de los CDS (permutas de garantía de crédito) en el Reino Unido y Japón en las últimas semanas (gráfico 6). Otros emisores europeos, particularmente Grecia, se vieron más presionados cuando su calificación bajó o como consecuencia de las dudas que siguen rodeando sus desequilibrios fiscales y sus planes de consolidación (gráfico 7).



Nuestras proyecciones de la oferta neta de deuda del sector público muestran un aumento sustancial de la emisión en relación con el promedio a largo plazo en los dos o tres próximos años. Este aumento de los déficits y de la deuda pública crea algunos retos importantes para las autoridades, así como riesgos para la estabilidad financiera.



Existe como mínimo el riesgo de que la emisión de deuda pública en los años venideros desplace el crecimiento del crédito del sector privado, haciendo subir poco a poco las tasas de interés para los tomadores privados y frenando la recuperación económica. Esto podría ocurrir si se reaviva la demanda privada de crédito sin que los bancos hayan recobrado del todo su capacidad de préstamo, especialmente en medio del repliegue de las medidas de respaldo financiero. Un riesgo más grave es un alza rápida de las tasas de interés de la deuda pública. Dicha alza, acompañada de una curva de rendimientos más empinada, podría tener un impacto negativo en una amplia variedad de instituciones financieras y en la reactivación a medida que se reajustan los valores de la deuda soberana. Por último, existe el riesgo de una pérdida sustancial de la confianza de los inversionistas en algunos

emisores soberanos, con implicaciones negativas para el crecimiento económico y el desempeño del crédito en los países afectados. Aunque este problema puede estar circunscrito a determinados casos, hay peligro de que se desborde a otros países y mercados, y haga tambalear la confianza.

Prioridades a nivel de políticas

Las autoridades tienen por delante la ardua tarea de decidir en qué momento, a qué ritmo y en qué secuencia repliegan las medidas de política monetaria y financiera, y de comenzar a poner en marcha una estrategia a mediano plazo de saneamiento de las finanzas públicas y reducción de la deuda. Si el apoyo se retira prematuramente, las presiones sobre el sistema financiero podrían recrudecerse (por ejemplo, en los países con una recuperación débil y persistentes vulnerabilidades financieras); por otra parte, mantener el apoyo demasiado tiempo podría generar presiones inflacionarias y sembrar las semillas de crisis futuras (por ejemplo, en países con riesgos de excesos financieros y recalentamiento).

A corto plazo, las políticas deben centrarse en afianzar la estabilidad financiera, que aún es frágil, para sustentar la recuperación y evitar que vuelva a crearse una interacción negativa entre la economía real y el sector financiero. Las economías que aún experimentan vulnerabilidades financieras deben esforzarse por sanear los balances bancarios, lograr un refinanciamiento ordenado y reestructurar los bancos frágiles.

En los países de mercados emergentes que se están recuperando con rapidez, la prioridad sigue siendo hacer frente a las entradas de capital con políticas macroeconómicas, entre

otras cosas mediante la flexibilización de los tipos de cambio y la adopción de medidas prudenciales.

A mediano plazo, las políticas deben tener por meta afirmar la estabilidad financiera, como cimiento de un crecimiento mundial vigoroso, sostenido y equilibrado. Habrá que reducir los riesgos del sector público a través de una consolidación fiscal creíble, y abordar los riesgos generados por las actividades financieras privadas mediante la adopción de un nuevo marco regulatorio.

El sistema financiero del futuro

En términos generales, el desmantelamiento de las extraordinarias medidas de apoyo instituidas durante la crisis debe llevar a un sistema financiero que sea más seguro y lo suficientemente dinámico e innovador como para respaldar un crecimiento sostenible. No será fácil lograr ese equilibrio correcto entre seguridad y dinamismo.

Varios aspectos de la implementación requieren atención especial. Las autoridades deben ser conscientes del costo de la incertidumbre que rodea las regulaciones futuras, ya que puede entorpecer los planes de las instituciones financieras sobre sus líneas de negocios y el suministro de crédito. Pero también deben evitar los riesgos que implica poner en práctica regulaciones nuevas con demasiada rapidez sin estudiar el impacto global. Asimismo, sigue siendo vital reducir al mínimo las diferencias en la implementación internacional del nuevo marco regulatorio para evitar que las disparidades en las reglas del juego y el arbitraje regulatorio comprometan la estabilidad financiera.

Para que la reforma regulatoria dé fruto, la regulación microprudencial y macroprudencial deberán complementarse mutuamente y contribuir a mitigar satisfactoriamente los riesgos sistémicos. Solo entonces podrá el

sistema financiero cumplir con su función de intermediación entre ahorristas y prestatarios promoviendo la sostenibilidad del crecimiento económico y la estabilidad financiera.