

Informe sobre la estabilidad financiera mundial

AL DÍA
Actualización sobre el mercado

Departamento de Mercados Monetarios y de Capital

La estabilidad financiera retrocede al materializarse los riesgos soberanos

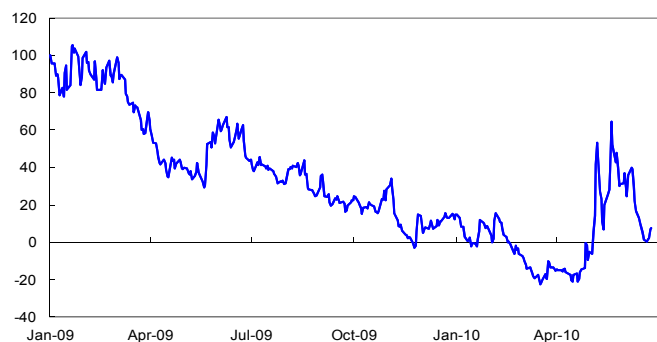
El avance hacia la estabilidad financiera mundial ha sufrido un retroceso recientemente pese a una mejora general de las condiciones económicas y un largo período de saneamiento tras la quiebra de Lehman Brothers. Los riesgos soberanos en algunas partes de la zona del euro se han materializado y se han extendido al sector financiero de la región, con la amenaza de propagarse a otras regiones y de reactivar una interacción negativa con la economía. Se necesitan nuevas acciones contundentes para dar seguimiento a las importantes medidas de política que se han tomado a escala nacional y supranacional para apuntalar la confianza en el sistema financiero y garantizar la continuidad de la recuperación económica.

Aunque la recuperación económica mundial permanece intacta, el avance hacia la estabilidad financiera experimentó un retroceso a finales de abril y comienzos de mayo. Los efectos de contagio entre las entidades soberanas y el sistema bancario agudizaron los riesgos de mercado y de liquidez. Una vez más, los bancos se muestran menos dispuestos a conceder préstamos a otros bancos, salvo con vencimientos mínimos, y menos aun a bancos de países de la zona del euro que parecen estar enfrentando mayores dificultades de política económica. Además, ha aumentado la volatilidad de los precios de los activos financieros y ha disminuido el apetito de riesgo de los inversionistas. Estos riesgos financieros han hecho más probable la reaparición de una interacción negativa con la economía, aunque hasta la fecha hay pocos indicios de que eso esté ocurriendo.

Las tensiones más agudas en los mercados se han disipado en cierta medida en el último mes

aproximadamente, pero la confianza del mercado sigue siendo frágil. Los activos tradicionales de refugio —como las letras del Tesoro de Estados Unidos, los bonos alemanes (*bunds*) y el oro— se han revalorizado. Los activos de mayor riesgo, como los precios de acciones de los mercados maduros y emergentes, revirtieron gran parte de los avances obtenidos a comienzos del año, y recientemente solo han logrado una recuperación vacilante. Los precios de las

Figure 1. Composite Volatility Index
(1/1/2009 = 100)



Source: IMF staff estimates.

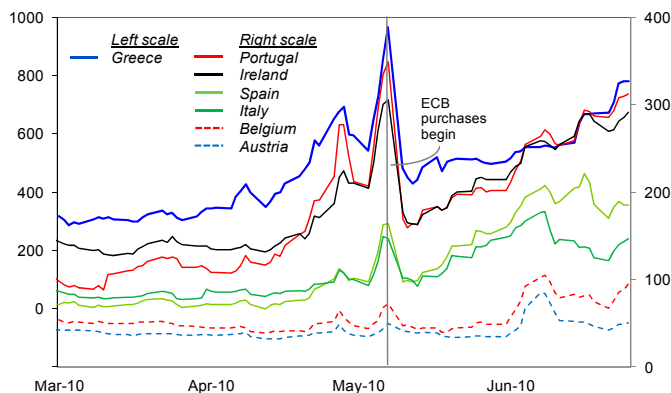
Note: The index was constructed utilizing implied volatilities derived from options on various stock market indices, interest rates, and exchange rates.

materias primas volvieron a descender a los niveles observados en el tercer trimestre del año pasado. Y si bien la volatilidad ha disminuido algo últimamente, aún es mayor que en el período previo a la contracción (gráfico 1).

Los riesgos soberanos se intensifican

La dinámica del mercado obedece a la persistencia de intensas presiones sobre algunos mercados de deuda soberana (gráfico 2). Estas presiones se deben en parte a la actual reevaluación del riesgo de crédito soberano en la zona del euro. Al crearse el euro desapareció el riesgo cambiario dentro de la zona y surgió una expectativa de convergencia fiscal y macroeconómica entre los países integrantes de la zona. Esto se vio reflejado en una reducción significativa de los diferenciales soberanos regionales hasta hace muy poco tiempo. A raíz de las dificultades fiscales de Grecia, los inversionistas ahora están recalculando el precio de estos riesgos en toda la región. Esto destaca la necesidad de que las autoridades sigan llevando a cabo planes creíbles de consolidación fiscal y fortaleciendo la gestión de la economía en la zona del euro.

Figure 2. Selected Euro Area Sovereign Spreads
(In basis points)



Source: Bloomberg.

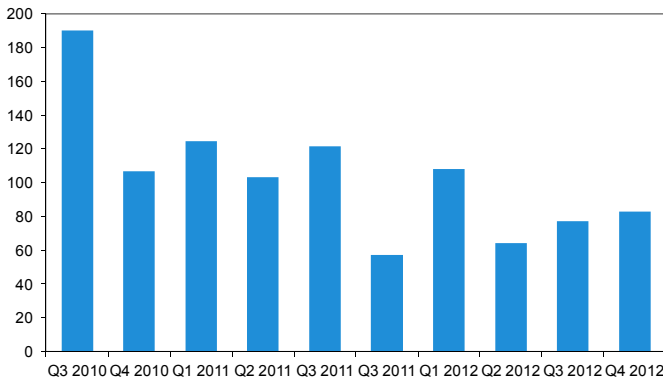
El anuncio de la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera y del programa del

Banco Central Europeo (BCE) para comprar valores ayudó a aliviar algunas de las presiones más intensas en el mercado de bonos de la zona del euro. Tras el anuncio del programa de compra de valores a comienzos de mayo, los diferenciales de los bonos soberanos de Alemania frente a la deuda de Grecia, Portugal e Irlanda se redujeron. Pero últimamente este efecto ha decaído, y la liquidez del mercado de estos títulos de deuda ha seguido siendo escasa¹. En cambio, los diferenciales de los bonos españoles e italianos han seguido aumentando y ahora se encuentran en niveles más altos que a comienzos de año. Últimamente también ha surgido una cierta diferenciación del crédito soberano entre Alemania, que se ha beneficiado de los flujos en busca de refugio, y Bélgica, Austria y Francia.

Las presiones en el mercado de bonos públicos se deben en parte a las fuertes necesidades de refinanciamiento. Los países de la zona del euro en que actualmente se registra un aumento considerable de los diferenciales frente a los bonos alemanes necesitan refinanciar aproximadamente €300.000 millones de deuda que vence en el tercer y cuarto trimestres de este año (gráfico 3). Al hacerlo, tendrán que competir con las ingentes necesidades de refinanciamiento de Estados Unidos, el Reino Unido, Japón y otros países de la zona del euro, cuyo total asciende a aproximadamente US\$4 billones, con vencimientos en el tercer y el cuarto trimestres.

¹ Hasta ahora, el BCE ha comprado aproximadamente €59.000 millones netos de deuda pública en el mercado secundario.

Figure 3. Selected Euro Area Sovereign Bond Rollovers, Q3 2010-Q4 2012
(In billions of euros)



Source: Bloomberg.
Note: Includes principal and interest payments on both short-term bills and longer-term bonds for Greece, Ireland, Italy, Portugal, and Spain.

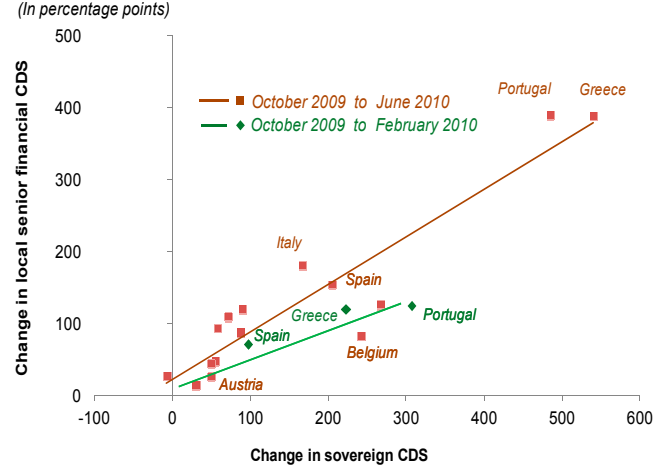
Efectos de contagio en los bancos

El aumento de los riesgos soberanos ha tenido una incidencia importante en la estabilidad financiera, dada la actual exposición de los bancos europeos a la deuda soberana. Los comovimientos recientes de los diferenciales de los *swaps* de incumplimiento del deudor (CDS) de bancos europeos con los diferenciales de los CDS soberanos se han intensificado desde la publicación de nuestras estimaciones en la edición de abril de 2010 del *GFSR* (gráfico 4). Esto se debe a las importantes tenencias de deuda soberana de los bancos, pero también al aumento de los riesgos de interacciones negativas entre los sectores soberano y financiero y las repercusiones potenciales en los balances públicos, en el caso de que los bancos débiles necesiten apoyo.

Ante la mayor incertidumbre acerca de la salud de algunos bancos, los diferenciales medios de los CDS de bancos están aumentando en Estados Unidos, el Reino Unido y la zona del euro (gráfico 5). En parte, las presiones sobre los bancos se han visto exacerbadas por las secuelas del saneamiento de los balances de los

bancos a lo largo de los últimos tres años, proceso inconcluso que ha avanzado más lentamente en la zona del euro que en Estados Unidos y el Reino Unido, y que ha dejado por lo menos a ciertos tipos de bancos con focos persistentes de vulnerabilidad, capacidad excesiva y baja rentabilidad. Por otro lado, la falta de detalles sobre los tipos de regulaciones o gravámenes que se aplicarán a los bancos y sobre el cronograma de implementación está creando mayor incertidumbre entre los inversionistas.

Figure 4. Sovereign Risk Spilling over to Local Financial Credit Default Swap Spreads
(In percentage points)

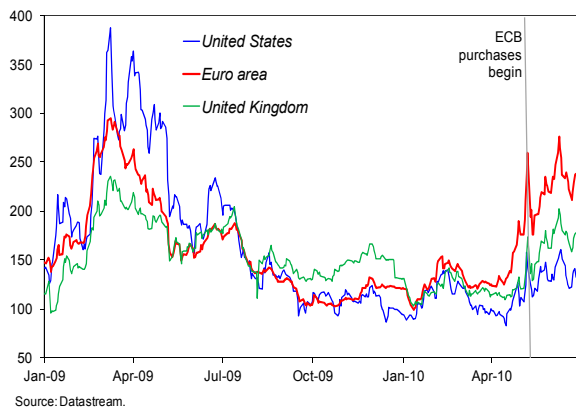


Sources: Bloomberg; Datastream; and IMF staff estimates.

Las exposiciones transfronterizas de los bancos son el vector de transmisión de los riesgos soberanos a los bancos, desde donde se propagan a los demás sistemas bancarios de la región y a otros lugares. Aunque estos vínculos ofrecen ventajas de diversificación durante las etapas de prosperidad, se convierten en canales de contagio en situaciones de tensión.

La incertidumbre en torno a las exposiciones de los bancos a la deuda soberana de países que enfrentan desafíos de política económica ha causado fuertes tensiones de financiamiento interbancario. Las mayores preocupaciones

Figure 5. Bank Credit Default Swap Spreads
(In basis points)



respecto al riesgo de contraparte han vuelto a ampliar los diferenciales entre las tasas LIBOR a más largo plazo y de *swaps* sobre índices a un día (OIS). Para aliviar estas tensiones, el BCE y la Reserva Federal de Estados Unidos reintrodujeron cierta flexibilidad en sus operaciones de liquidez. El BCE suspendió los requisitos de garantía en el caso de la deuda soberana griega y reactivó algunas de sus operaciones a largo plazo, mientras que la Reserva Federal reabrió sus líneas de *swap* de divisas. A pesar de estos esfuerzos para mejorar el funcionamiento del mercado interbancario, los bancos de la zona del euro todavía están acaparando liquidez y colocando esos fondos en la facilidad de depósito del BCE (gráfico 6)².

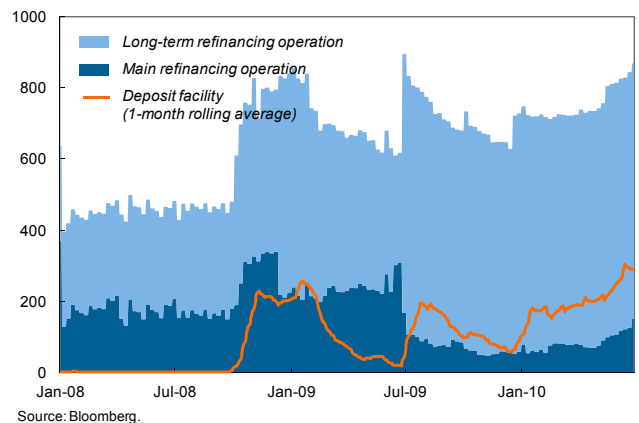
En el mercado interbancario, la demanda de financiamiento a corto plazo en dólares es fuerte. Por ejemplo, los fondos del mercado monetario en Estados Unidos han estado disminuyendo sus exposiciones financieras en Europa, lo que implica una reducción de las

² Parte de la acumulación de depósitos en el BCE se debió al interés por aprovechar la operación de refinanciamiento a largo plazo (un año) antes de que venciera el 30 de junio, observándose una cierta disminución de las tenencias desde entonces.

fuentes de financiamiento en dólares para las instituciones europeas. Las líneas de *swap* de divisas del banco central, reabiertas para reforzar el mercado, han ayudado a apuntalar la confianza, si bien se han usado poco.

Los bancos también soportan fuertes presiones de financiamiento derivadas del vencimiento de bonos. Tal como se destacó en la edición del de abril de 2010 del *GFSR*, los bancos se enfrentan a una serie continua de vencimientos en los próximos años, sobre todo en la zona del euro, y la turbulencia reciente por lo menos ha enfriado temporalmente el mercado primario de emisión de bonos de instituciones financieras (gráfico 7).

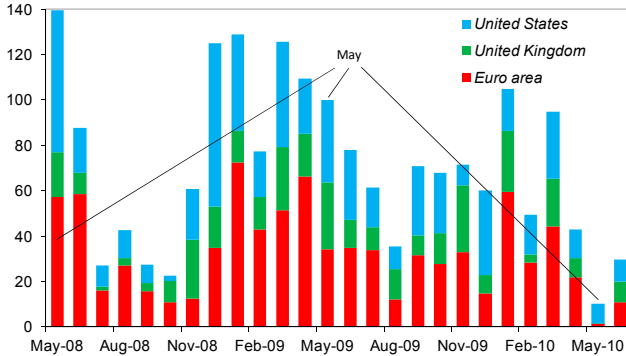
Figure 6. ECB Liquidity Operations
(In billions of euros)



Amenazas a la recuperación

La transmisión de riesgos soberanos ha ocurrido en el ámbito financiero principalmente, pero han aumentado las posibilidades de que surjan interacciones negativas con la economía. Como se señala en la actualización de *Perspectivas de la economía mundial* de julio de 2010, los riesgos que pesan sobre la recuperación se han agudizado mucho. Las presiones sobre el financiamiento bancario pueden acelerar el proceso de desapalancamiento que está en

Figure 7. Financial Bond Issuance
(In billions of U.S. dollars)



Source: Dealogic.

curso. Aún no se puede saber si el crecimiento efectivo del crédito bancario empeorará en la zona del euro, después de que se estabilizara recientemente en tasas interanuales apenas positivas. Hay indicios de que el relajamiento de las normas de concesión de crédito de los bancos de la zona del euro se ha revertido en cierta medida y que se retorna a una tendencia restrictiva (gráfico 8).

Además del posible impacto negativo en el crédito bancario, la reciente turbulencia del mercado y la ampliación de los diferenciales de crédito coincidieron con un colapso de las emisiones de bonos de empresas no financieras en mayo. Pese a un repunte reciente en junio, las emisiones de empresas europeas fueron particularmente anémicas, y más reducidas que en el período que rodeó a la quiebra de Lehman. De continuar, estas condiciones más restrictivas podrían empezar a tener un efecto significativo en la disponibilidad de crédito para las empresas.

El repliegue de las políticas extraordinarias se posterga en algunos países

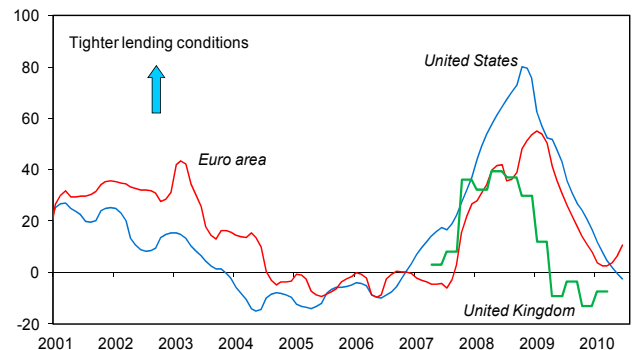
Los potenciales riesgos económicos a la baja y las tensiones en los mercados interbancarios y soberanos han complicado el repliegue de las políticas fiscales, monetarias y financieras de

carácter extraordinario adoptadas algunos meses atrás. Para los principales bancos centrales, en especial el BCE, los mercados ahora prevén una prolongación del “período ampliado” de aplicación de políticas monetarias muy acomodaticias. De hecho, el BCE no solo ha reactivado algunas de sus operaciones extraordinarias de suministro de liquidez, sino que además ha anunciado un programa para comprar deuda soberana.

Las condiciones de financiamiento en los mercados emergentes se endurecen

Los mercados emergentes están sintiendo los efectos de la agudización de los riesgos en la zona del euro, reflejada en un menor apetito de riesgo en general, que a su vez da lugar a un

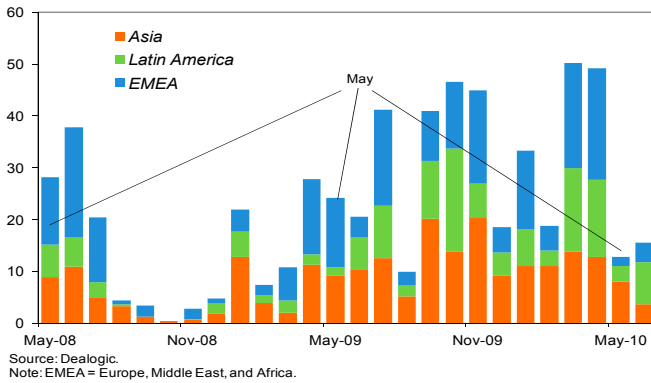
Figure 8. Lending Conditions
(Net percentage of domestic respondents tightening standards for loans)



Sources: Lending surveys by the Bank of England, European Central Bank, and the U.S. Federal Reserve for households and corporates; and IMF staff estimates.

endurecimiento de las condiciones de financiamiento. Los flujos de cartera hacia los mercados emergentes se han revertido parcialmente, tras haber aumentado significativamente durante casi un año entre marzo de 2009 y abril de 2010, y las valoraciones de los activos han disminuido. Además, las emisiones de bonos y acciones de entidades soberanas y empresariales de los mercados emergentes también se estancaron en mayo, aunque algunas regiones se vieron menos afectadas que otras y es posible que la

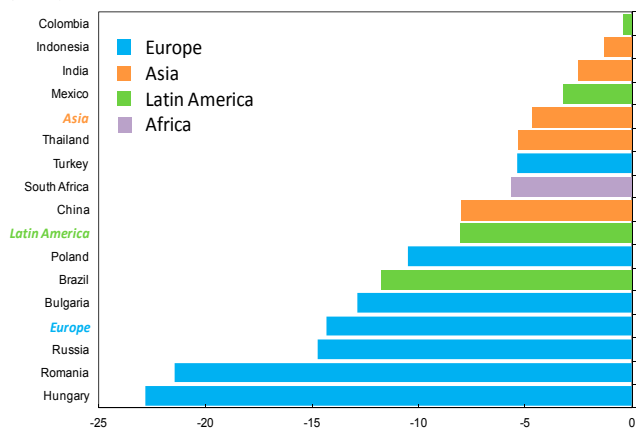
Figure 9. Emerging Market External Bond and Equity Issuance
(In billions of U.S. dollars)



tendencia sea de carácter temporal en su mayor parte (gráfico 9). Las emisiones en Asia, por ejemplo, no han disminuido drásticamente.

Como es natural, los efectos de contagio de las economías maduras de Europa se están sintiendo en la mayoría de los países emergentes de Europa, donde los vínculos directos son mayores. Los mercados de acciones de Rumania y Hungría y los de Europa emergente como región fueron los más afectados en comparación con otros países y regiones de mercados emergentes (gráfico 10). Los bancos de las economías maduras de

Figure 10. Emerging Economies: Stock Price Performance, April Peak - June 28, 2010
(In percent)



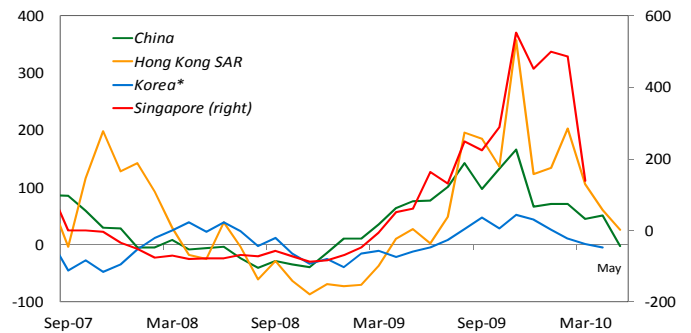
Source: Bloomberg.

Europa son los más expuestos a los países emergentes de Europa. Estas exposiciones hacen pensar que ciertos mercados emergentes podrían experimentar una nueva escasez de

crédito si las tensiones de financiamiento obligan a los bancos europeos a replegar sus flujos crediticios transfronterizos.

Las preocupaciones iniciales en torno a los mercados inmobiliarios de Asia están cediendo gracias a que las medidas prudenciales parecen estar surtiendo efecto. Se ha desacelerado el ritmo de aumento del valor de las transacciones inmobiliarias y la proporción de préstamos inmobiliarios en la cartera de créditos nuevos de los bancos también está a la baja (gráfico 11), pero conviene seguir vigilando los acontecimientos en este ámbito.

Figure 11. Growth of Real Estate Market Transaction Values
(Percent, year-on-year)



Source: National authorities; CEIC; IMF staff estimates.
* Data for Korea represent units of transactions.

Los riesgos cambiarios están en aumento

La depreciación del euro tiene la ventaja de que compensa en parte el impacto negativo de la agudización de los riesgos soberano y bancario en el crecimiento de la zona del euro. Pero la confluencia de los riesgos macroeconómico, de crédito soberano y del sector bancario también ha incrementado las posibilidades de un ajuste desordenado de los tipos de cambio. El euro soporta una fuerte presión a la baja, y está aproximándose a lo que sería un nivel multilateral adecuado según un análisis de los fundamentos a mediano plazo. Al mismo tiempo, la volatilidad del mercado ha estado en aumento.

Prioridades en materia de políticas

Se precisan medidas de política en varios frentes para reforzar la confianza y seguir estabilizando los mercados financieros.

Hay que atacar la raíz del problema, el riesgo soberano, particularmente en el caso de los países de la zona del euro que soportan una intensa presión del mercado, los cuales tienen que avanzar más y de forma creíble en la reducción de los déficits fiscales y la formulación de mejores estrategias para la gestión de la deuda pública. Dadas las presiones de financiamiento, estos países ya se vieron obligados a emprender una consolidación fiscal inmediata y han avanzado significativamente en ese sentido. En términos más generales, el ajuste fiscal debería formar parte de los planes de consolidación a mediano plazo. Esos planes tienen que ser creíbles para evitar una reacción negativa del mercado debida a la imposición de un ajuste fiscal que sea aún más pesado en el período inicial. Para los participantes en el mercado, el anuncio de los planes de consolidación es una condición necesaria pero no suficiente para lograr la sostenibilidad de la deuda, ya que aún les preocupa la posibilidad de que los gobiernos tengan dificultades para generar un crecimiento nominal adecuado en un entorno de desinflación. Por lo tanto, es necesario conjugar el anuncio de planes creíbles de consolidación fiscal con medidas estructurales para apoyar el crecimiento potencial. En varios países de la zona del euro ya se están debatiendo las medidas concretas en este sentido.

En el ámbito financiero, la confianza del mercado mejorará gracias a las decisiones

sólidas ya tomadas, pero las siguientes medidas también serían muy beneficiosas:

- Poner plenamente en funcionamiento la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera de €440.000 millones, ahora que ya ha concluido la difícil tarea de establecerla.
- Seguir proporcionando apoyo de liquidez del BCE a los mercados secundarios de bonos. Los mercados aún no están convencidos del compromiso del banco central de ampliar las compras, si fuera necesario, para impedir que siga deteriorándose el funcionamiento del mercado.
- Procurar una mayor transparencia y la aplicación de pruebas de tensión más creíbles en los bancos europeos. Un aspecto crítico en la actualidad es la incertidumbre acerca de las exposiciones de cada banco, como por ejemplo en lo relativo a la deuda soberana, factor que aboga por una mejor declaración de datos por parte de los bancos europeos. La publicación de los resultados de las pruebas de tensión en curso y la decisión del Comité de Supervisores Bancarios Europeos de extender dichas pruebas a muchos más bancos es un paso muy importante. Al mismo tiempo, la publicación de los resultados de las pruebas de tensión de cada banco a escala nacional tendrá que complementarse con un plan en el que se especifique cómo se gestionarán los casos de las instituciones deficientemente capitalizadas. En general, es necesario mejorar las

normas de declaración y divulgación de datos de los bancos, sobre todo en el caso de las instituciones que no cotizan en bolsa y las que no presentan informes trimestrales.

- Poner en práctica soluciones creíbles para el problema de los bancos débiles. Estos bancos están exacerbando las tensiones actuales en los mercados de financiamiento, y se necesita un mecanismo más cabal para su resolución, reestructuración o recapitalización. A tales efectos, se deben activar sin demora mecanismos públicos, existentes o nuevos, a escala nacional. Cuando sea necesario, se debe recurrir a acuerdos supranacionales para abordar los problemas de los bancos.

Será necesario aplicar firmemente estas medidas de política para apuntalar la confianza del mercado, paliar las inquietudes acerca de la deuda soberana y la salud del sistema bancario y apoyar la recuperación económica de la zona del euro.

Es igualmente importante que las autoridades eviten errores en la aplicación de las políticas. Las medidas no coordinadas y aisladas para suspender las operaciones en ciertos mercados solo sirven para trasladar los riesgos a otros mercados u otras jurisdicciones y para incrementar la incertidumbre sobre los tipos de medidas que se tomarán posteriormente.

En muchas de las otras economías avanzadas, la meta principal debería ser afianzar la consolidación fiscal a mediano plazo. Como se expone en la actualización de *Perspectivas de la economía mundial* de julio de 2010, las

estrategias creíbles para reducir los déficits fiscales a mediano y largo plazo son de vital importancia. Estos países también tienen que aplicar simultáneamente políticas estructurales para elevar el crecimiento económico potencial con el fin de aliviar las presiones de consolidación y abordar el problema del gasto en prestaciones sociales relacionadas con el envejecimiento de la población. Asimismo, los mecanismos de apoyo proporcionados por los bancos centrales, como la flexibilización cuantitativa o el apoyo explícito a los mercados de crédito y bonos, seguirán siendo necesarios por el momento.

La merma de las entradas de capital hace que los países de mercados emergentes se planteen la duda de si la inestabilidad en la zona del euro lleva a los inversionistas a replegar en general sus actividades en los mercados extranjeros o si los flujos hacia los mercados emergentes se reanudarán a medida que los inversionistas busquen alternativas para evitar la mayor volatilidad de los mercados de los países avanzados. Los países receptores se enfrentan a la probabilidad de una mayor volatilidad vinculada a una tendencia ascendente de la afluencia de capital. Por esta razón tienen que reforzar sus políticas macroeconómicas y prudenciales para reducir su vulnerabilidad a un cese repentino de los flujos o a un aumento excesivo del crédito o de los precios de los activos. Además de las políticas macroeconómicas sólidas y las políticas prudenciales bien definidas, también son importantes las medidas estructurales orientadas a desarrollar los sistemas financieros en los países de mercados emergentes. Las mejoras de la infraestructura financiera pueden ayudar a generar resistencia frente a la volatilidad de los flujos.

En el ámbito de la reforma regulatoria, los esfuerzos para hacer más seguro el sistema financiero mundial tienen que continuar de manera expedita. Es necesario concretar los elementos básicos de las reformas —relativas a la calidad y cantidad de capital y al aumento de la liquidez— y establecer un calendario apropiado para su implementación. El actual grado de incertidumbre en torno al conjunto definitivo de reformas está complicando la tarea de los bancos a la hora de tomar decisiones ejecutivas con respecto a sus distintas actividades y está limitando su disposición a otorgar préstamos. Por lo tanto, es necesario aclarar los detalles y el cronograma de las reformas regulatorias programadas. Además, el calendario de implementación deberá tener en cuenta el actual estado de salud de las instituciones financieras y la situación de la recuperación económica para apoyar el crecimiento tendencial y reforzar la estabilidad. La supervisión sólida es un complemento crucial de la reforma regulatoria. Esto es cierto

durante los períodos de estabilidad, pero más aún durante la etapa de transición, en la que pueden registrarse diferencias entre las jurisdicciones en la implementación de las reglas nuevas. La observancia de principios de supervisión estrictos puede ayudar a contener el riesgo de arbitraje regulatorio.

En resumen, las mejoras recientes en la estabilidad mundial están amenazadas por la confluencia de riesgos soberanos y bancarios en la zona del euro que, si no son objeto de una vigilancia continua y concertada, podrían propagarse a otras regiones. La rápida implementación de las importantes y acertadas decisiones tomadas por las autoridades gubernamentales de la zona del euro será un factor clave para infundir calma en los mercados financieros. Se necesitan otras medidas creíbles e inmediatas para estabilizar las instituciones financieras. La consolidación de la estabilidad financiera será importante para mantener bien encaminada la recuperación económica.