

PARA SU PUBLICACIÓN:

En Washington (EST): 09.30 h., 16 de julio de 2012

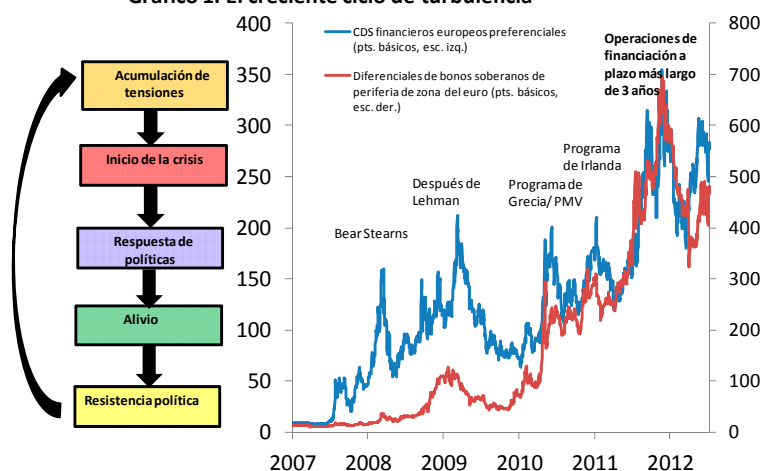
Riesgos financieros intensos: Ha llegado el momento de actuar

Los riesgos para la estabilidad financiera han aumentado desde la edición de abril de 2012 del Informe sobre la estabilidad financiera mundial (Informe GFSR). Los rendimientos de los bonos soberanos en el sur de Europa han registrado marcadas subidas a medida que seguía erosionándose la base de inversionistas. Las fuertes presiones de financiamiento y de los mercados acarrearán el riesgo de nuevas contracciones del crédito en las economías de la periferia de la zona del euro. Las medidas acordadas en la reciente cumbre de líderes de la Unión Europea (UE) representan pasos importantes hacia la resolución de la crisis inmediata. Al margen de las políticas de apoyo monetario y de liquidez, se debe dar prioridad a la aplicación oportuna de las medidas recientemente acordadas, que deben ir acompañadas de mayores avances en lo que se refiere a las uniones bancaria y fiscal. Hay que despejar sin demora las incertidumbres en torno a la calidad de los activos en los balances de los bancos, con inyecciones de capital y reestructuraciones cuando sea necesario. Las perspectivas de crecimiento también se han deteriorado en otras economías avanzadas y mercados emergentes, que han visto cómo se reducía su capacidad para hacer frente a los efectos de contagio derivados de la crisis de la zona del euro, o para subsanar sus propias vulnerabilidades fiscales y financieras. Las incertidumbres en torno a las perspectivas fiscales y al tope de la deuda federal de Estados Unidos representan un riesgo latente para la estabilidad financiera.

El repunte de los mercados se vio interrumpido por un recrudecimiento de las presiones de financiamiento soberano.

Las decisivas medidas de política que adoptaron a finales de 2011 las autoridades europeas permitieron ganar un tiempo valioso para sanear los balances de los bancos y las entidades soberanas. Las operaciones de financiación a un plazo más largo de tres años ofrecidas por el Banco Central Europeo (BCE) aliviaron las presiones de financiamiento y propiciaron un repunte generalizado en los mercados de activos. Sin embargo, ese repunte resultó ser efímero, dada la creciente intranquilidad acerca de la solidez de la economía mundial (véase la actualización de *Perspectivas de la economía mundial* que se publica paralelamente con este informe). La persistente incertidumbre en cuanto a las políticas tras las elecciones celebradas en Grecia a comienzos de mayo exacerbó las presiones (gráfico 1). La aversión al riesgo aumentó drásticamente, en medio de crecientes temores ante la

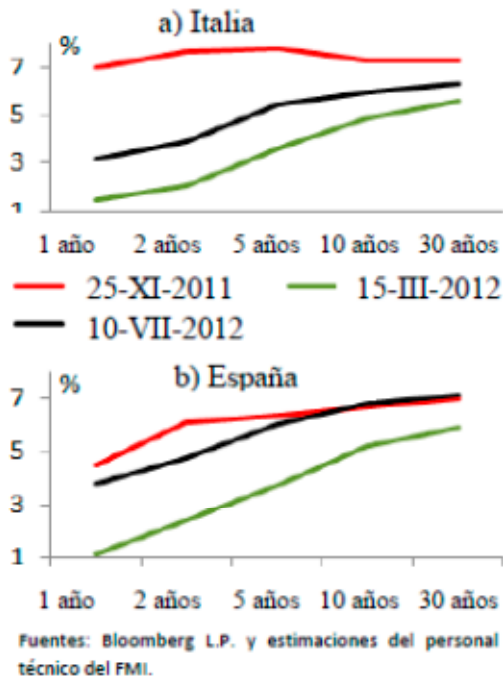
Gráfico 1. El creciente ciclo de turbulencia



Fuentes: Bloomberg L.P.; y estimaciones del personal técnico del FMI.

posibilidad de que Grecia abandone la zona del euro y de mayores inquietudes acerca de la salud del sistema bancario de España.

Gráfico 2. Curvas de rendimiento de los bonos soberanos de Italia y España



Las condiciones de los mercados se deterioraron considerablemente en mayo y junio, y los indicadores de tensión de los mercados financieros retornaron a los niveles registrados durante los peores momentos de noviembre del año pasado, y en algunos casos los rebasaron. La volatilidad en los principales mercados de acciones y de divisas alcanzó niveles máximos en 2012, y la mayoría de los mercados de acciones cedieron el terreno ganado a comienzos de ese año.

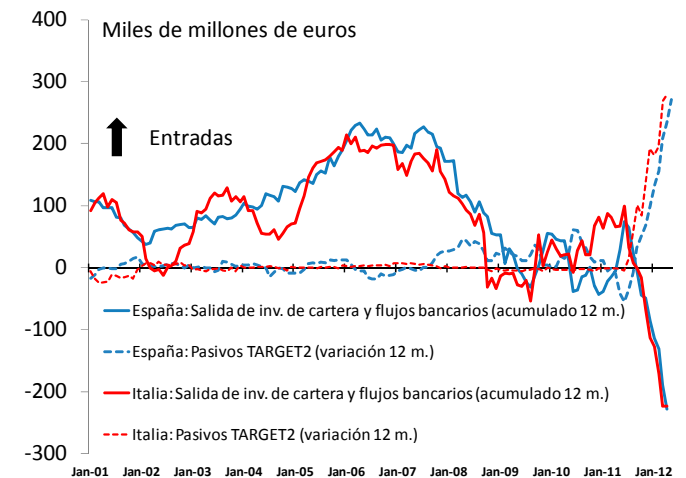
Los rendimientos de la deuda soberana en los países de la periferia aumentaron acusadamente al restringirse el acceso a los mercados debido a las renovadas inquietudes acerca del crecimiento económico y la salud de los bancos (gráfico 2). Las operaciones de financiación a un plazo más largo de tres años ayudaron a apuntalar la demanda de títulos de deuda soberana de economías de la periferia, pero ese efecto positivo ha menguado. Las salidas de capitales privados continúan minando la base de inversionistas extranjeros en Italia y España (gráfico 3).

El vuelco hacia inversiones en activos seguros produjo un colapso de los rendimientos de los bonos públicos en Estados Unidos, Alemania y Suiza, e impulsó al dólar estadounidense hacia su nivel más alto en 20 meses frente a las principales

divisas. Los flujos en busca de un refugio seguro hicieron que los rendimientos de los bonos públicos japoneses descendieran casi a mínimos históricos, y la apreciación del yen representa un factor desfavorable para la recuperación económica. Dentro de la UE, Suecia y Dinamarca también han proporcionado refugios seguros. La creciente aversión al riesgo contribuyó al debilitamiento de la confianza en las economías emergentes, en medio de mayores dudas sobre su capacidad para corregir sus propias vulnerabilidades, sobre todo en vista de su menor margen de maniobra para la aplicación de políticas y el deterioro de las perspectivas mundiales.

A finales de junio, los dirigentes europeos acordaron dar importantes pasos para abordar la crisis en lo inmediato. El acuerdo, si se ejecuta plenamente, ayudará a romper las interacciones negativas entre las entidades soberanas y los

Gráfico 3. Salidas de inversiones extranjeras y variaciones de los pasivos del eurosistema

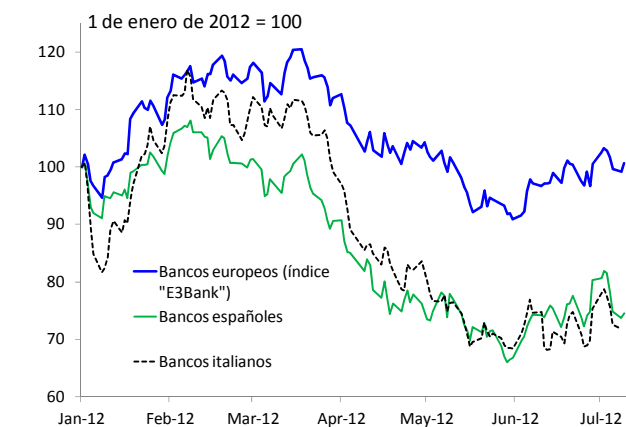


bancos y a establecer una unión bancaria. En concreto, una vez que se establezca un mecanismo único de supervisión para los bancos de la zona del euro —las decisiones clave se tomarán a finales de 2012— el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) quizá podría recapitalizar los bancos directamente. Además, la asistencia del MEDE no tendrá preferencia de cobro en el caso de España. Tras una recuperación transitoria, los rendimientos de los bonos españoles e italianos han vuelto a deteriorarse en un entorno de condiciones de negociación volátiles, dado que los participantes del mercado tienen centrada su atención en los riesgos de implementación y en la necesidad de tomar medidas de mayor alcance para lograr la distribución del riesgo a escala paneuropea.

Las tensiones en los mercados de financiamiento de la UE se han intensificado y las presiones de desapalancamiento permanecen en niveles elevados

Pese a la amplia liquidez proporcionada por las operaciones de financiación del BCE, las condiciones de financiamiento para muchos bancos y muchas empresas de las economías de la periferia de la zona se han deteriorado. Las condiciones interbancarias siguen sometidas a tensiones, con una actividad muy limitada en los mercados de operaciones a plazo sin garantía, y con la liquidez acaparada por los bancos de las economías en el núcleo de la zona del euro. Las emisiones de bonos de los bancos se han desplomado, con escasa demanda de los inversionistas incluso cuando se ofrecen tasas de interés más altas. Los bancos en la periferia de la zona del euro han tenido que recurrir al BCE para reemplazar el apoyo financiero que perdieron al agotarse el financiamiento mayorista transfronterizo y continuar el retiro de depósitos.

Gráfico 4. Fragmentación en la evolución de las acciones de los bancos europeos



Fuentes: Bloomberg L.P.; y estimaciones del personal técnico del FMI.

En la edición de abril de 2012 del informe *GFSR* se señaló que los bancos de la UE soportan presiones para reducir los activos, debido tanto a tensiones de financiamiento y presiones de mercado como a factores estructurales y regulatorios a más largo plazo. En el cuarto trimestre de 2011 continuó la fuerte contracción de los balances de los bancos, aunque el ritmo disminuyó en el primer trimestre de 2012. El crecimiento en el sector de crédito al sector privado en la zona del euro ha sido muy dispar. El crédito se ha contraído en Grecia, España, Portugal e Irlanda, mientras que ha permanecido más estable en algunos países del núcleo de la zona. Según datos de encuestas sobre las condiciones de préstamo de los bancos, la oferta de crédito sigue siendo limitada, aunque menos

escasa que a finales de 2011; pero la demanda también ha decaído últimamente. El desapalancamiento también es motivo de preocupación para muchas empresas en las economías de la periferia, en vista de su dependencia histórica del financiamiento bancario y del riesgo de que las rebajas de las calificaciones crediticias y el menor interés de los inversionistas puedan elevar los costos de endeudamiento, incluso en el caso de los emisores de crédito de alta calidad.

Las rebajas de las calificaciones de los bancos han creado perspectivas de aumento de los costos de financiamiento para muchos bancos. La agencia Moody's rebajó recientemente la calificación de 15 bancos europeos y estadounidenses con importantes operaciones en los mercados de capitales. Las rebajas de las calificaciones reflejan preocupaciones acerca de una menor rentabilidad de estas instituciones a largo plazo debido a los riesgos inherentes de sus actividades en los mercados de

capitales, a las difíciles condiciones de financiamiento y a requisitos regulatorios más estrictos. Las rebajas de las calificaciones también tienen en cuenta el tamaño y la estabilidad de la rentabilidad derivada de actividades fuera de los mercados de capitales, las reservas de liquidez, los riesgos relacionados con exposiciones frente a Europa, hipotecas residenciales en Estados Unidos, carteras inmobiliarias comerciales o problemáticas, y cualquier antecedente de problemas en la gestión de riesgos. La agencia S&P adoptó medidas similares en noviembre de 2011.

Las medidas para estabilizar el sistema bancario español aún no logran restablecer la confianza del mercado.

Las preocupaciones con respecto a las necesidades de recapitalización del sistema bancario español han provocado fuertes caídas en los mercados accionarios (gráfico 4). Los costos de financiamiento al por mayor de los bancos españoles también han retornado a los máximos registrados a finales de 2011, tanto para los bonos con cobertura como para la deuda sin garantía.

La solicitud de asistencia externa que realizó España el 10 de junio para apoyar su sistema bancario interno tranquilizó poco a los inversionistas. Si bien ese pedido proporciona un apoyo necesario para reestructurar algunos segmentos del sector bancario, la respuesta inicial del mercado fue adversa debido a la falta de un programa integral para la reestructuración del sistema bancario y la falta de información sobre los detalles del préstamo. A algunos participantes del mercado también expresaron preocupación por la posibilidad de que el apoyo, brindado mediante un préstamo a la entidad soberana, pudiera constituir un crédito con mayor preferencia que el conferido a los actuales tenedores de deuda pública española. La decisión tomada durante la cumbre de dirigentes de la UE a finales de junio, en el sentido de que el apoyo financiero podría consistir en una recapitalización directa de los bancos y que no gozaría de derechos preferenciales, ayudó a aliviar algunas de estas inquietudes.

La elaboración de un plan integral de políticas para el logro de una solución paneuropea sigue siendo una labor en curso

Las medidas anunciadas durante la cumbre de dirigentes europeos celebrada en junio son pasos que conducen a la solución de la crisis inmediata. También son necesarios los siguientes pasos para afianzar estos avances en el corto plazo:

- Las autoridades tienen que despejar la incertidumbre acerca de la calidad de los activos de los bancos y respaldar el fortalecimiento de los balances de los bancos. El capital o las estructuras de financiamiento de muchas instituciones bancarias siguen siendo débiles e insuficientes para restablecer la confianza del mercado. En ciertos casos es necesario recapitalizar y reestructurar los bancos, por ejemplo, mediante inyecciones directas de capital proveniente del MEDE en bancos débiles pero viables una vez que se haya establecido el mecanismo único de supervisión.
- Los países también tienen que cumplir sus compromisos previos en materia de políticas con respecto al saneamiento de sus finanzas públicas y la introducción de reformas estructurales de amplio alcance.

Las iniciativas recientes constituyen pasos en la dirección correcta que deberán complementarse, como está previsto, con mayores avances hacia una unión bancaria propiamente dicha y una integración financiera más profunda. Al poner en marcha el proceso encaminado a establecer un marco de supervisión unificado, la cumbre europea colocó la primera piedra de una unión bancaria. Pero hay que

incorporar otros componentes necesarios, incluido un sistema paneuropeo de garantía de depósitos y un régimen de resolución bancaria con mecanismos de apoyo comunes. A más corto plazo, la implementación oportuna será esencial, y eso incluye la ratificación del MEDE por parte de todos los países miembros. Además, para complementar estas medidas sería útil contar con planes de integración fiscal, como lo prevé el informe de los “cuatro presidentes” presentado en la cumbre.

Las políticas de apoyo monetario y de liquidez también siguen siendo cruciales. El reciente recorte de la tasa de interés por parte del BCE es una medida acertada, pero hay margen para distender aún más la política monetaria. Las operaciones de financiación a plazo más largo ayudaron a reducir el costo de los préstamos interbancarios con y sin garantía para muchos bancos europeos, pero dichas operaciones por sí solas no son suficientes para restablecer la confianza de los inversionistas o para proporcionar una solución duradera. Si las condiciones económicas continúan deteriorándose, cabría recurrir a medidas no convencionales. Esto significa considerar medidas no habituales, como la reactivación del Programa para los Mercados de Valores (PMV), operaciones de financiación a plazo más largo adicionales con requisitos de garantía adecuados, o la introducción de algún tipo de expansión cuantitativa. Las nuevas reglas del BCE sobre activos de garantía han contribuido a aliviar las restricciones de liquidez, y se deben evitar cambios que establezcan reglas más rigurosas en materia de garantías.

Los riesgos que afectan a la estabilidad financiera mundial también están presentes en Estados Unidos.

Fuera de Europa, el precipicio fiscal al que se asoma Estados Unidos —la convergencia de la caducidad de los recortes de impuestos y los recortes automáticos del gasto que entran en vigor a finales de año— ha acaparado una mayor atención en las últimas semanas. Si no se toman medidas, el precipicio fiscal podría dar lugar a un ajuste fiscal equivalente a más de 4% del PIB (véase la actualización del *Monitor Fiscal* que se publica paralelamente con este informe).

A medida que se acerca el final del año y que crece la incertidumbre, otra arriesgada pugna política —similar a la registrada en agosto de 2011 durante el debate sobre el tope de endeudamiento de Estados Unidos— podría desencadenar una mayor volatilidad en el mercado. Un factor que complica la situación es que se podría alcanzar el tope de la deuda aproximadamente al mismo tiempo que se llega al precipicio fiscal. Durante el último episodio relativo al tope de la deuda subieron las tasas de los instrumentos del mercado monetario a corto plazo, cayeron los volúmenes de operaciones de reporto, se acentuó la pendiente de la curva de rendimientos de los bonos del Tesoro y se invirtieron los diferenciales de los *swaps* de riesgo de incumplimiento soberano (CDS, por sus siglas en inglés). Aunque a la larga se elevó el tope de la deuda, la agencia S&P rebajó la calificación del crédito soberano de Estados Unidos de AAA a AA+. Esta agencia sigue manteniendo una perspectiva negativa, y cita como razones el deterioro del panorama fiscal de Estados Unidos y la falta de consenso político en torno a la solución del problema. Sin embargo, la mayoría de los mercados aún no tienen en cuenta los mayores riesgos fiscales al momento de determinar los precios. Los diferenciales de los CDS de Estados Unidos han aumentado, pero aún están en niveles bajos.

El consenso del mercado es que la parte más sustancial del ajuste fiscal se aplazará y que el tope de la deuda se elevará a tiempo para evitar una cesación de pagos. No obstante, existe la clara posibilidad de una fuerte reacción adversa del mercado si los participantes del mercado reexaminan las probabilidades de que se llegue al precipicio fiscal, dados los fuertes efectos que podría tener en la economía estadounidense. El tope de la deuda federal debería elevarse mucho antes de la fecha límite (que muy probablemente será a comienzos de 2013) para mitigar el riesgo de perturbaciones en los mercados financieros y una pérdida de confianza de los consumidores y las empresas. Mientras tanto, la falta de

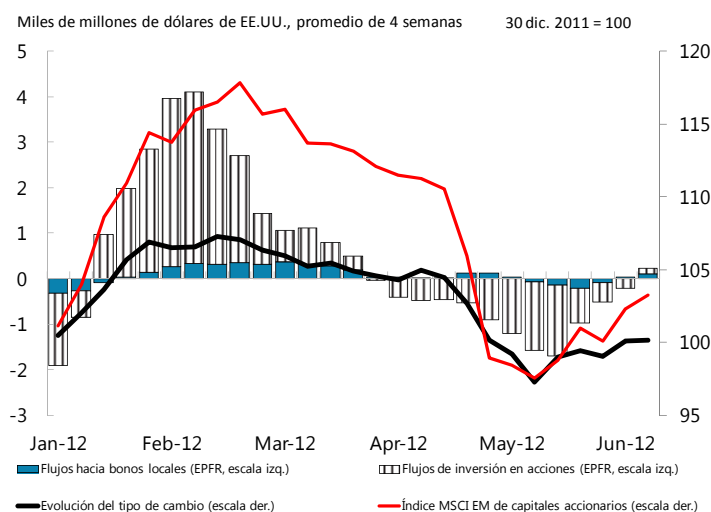
progreso en la formulación de un plan creíble de consolidación acarrea el riesgo de nuevas rebajas de las calificaciones crediticias soberanas. Estas nuevas rebajas podrían incrementar las primas a plazo, lo cual provocaría una pérdida de liquidez, y —dado el importante papel que cumplen los títulos del Tesoro en la determinación de precios y la constitución de garantías de otros activos— tendrían un efecto desestabilizador en los mercados a escala más generalizada y en la actitud del mercado mundial.

Los mercados emergentes no se han librado del contagio, y también están haciendo frente a vulnerabilidades endógenas.

Los mercados emergentes están enfrentando condiciones externas sumamente inciertas que inciden en su desempeño económico. A comienzos de este año, las autoridades de varias economías emergentes aún estaban preocupadas por la afluencia de capitales a gran escala y la apreciación excesiva de sus monedas. Estos temores han dado paso a preocupaciones con respecto a depreciaciones demasiado rápidas y aumentos de la volatilidad, ya que algunas monedas, como el real brasileño y la rupia india, se depreciaron entre 15% y 25% en menos de un trimestre.

Los mercados de acciones en las economías emergentes repuntaron con fuerza en los primeros dos meses de 2012, pero desde entonces han cedido buena parte del terreno ganado (gráfico 5). En comparación con los flujos de inversión en acciones, la salida de inversiones en bonos de los mercados locales ha sido mínima. De hecho, muchos inversionistas extranjeros en bonos han optado por protegerse del riesgo cambiario en forma selectiva en lugar de retirarse de los mercados. Esta dinámica ha ayudado a fijar un nivel mínimo para los precios de los bonos durante períodos de mayor aversión al riesgo a escala mundial. Sin embargo, si se produjeran salidas considerables de inversiones en bonos, los rendimientos de los bonos podrían dispararse y desestabilizar los mercados internos. En ese caso, los países quizá tengan que recurrir en mayor medida a la flexibilidad de los tipos de cambio, hacer un mayor uso de las reservas de divisas o adoptar otras medidas de política para contrarrestar las condiciones desordenadas que surjan en los mercados.

Gráfico 5. Mercados emergentes: Afluencia y precios



Fuentes: Bloomberg L.P. y estimaciones del personal técnico del FMI.

Los participantes del mercado también están preocupados por la desaceleración del crecimiento interno, que podría erosionar la rentabilidad de los bancos y plantear algunos riesgos para la estabilidad financiera, por ejemplo en Brasil, China e India. La incertidumbre acerca de las valoraciones de los activos y el crecimiento económico ha generado presión sobre las acciones de los bancos en meses recientes. La demanda de crédito se ha reducido en varios países, incluso en los que ha estado disponible el crédito apoyado por el gobierno.

Diferencias notables entre las regiones.

Europa central y oriental son las regiones más expuestas a la zona del euro y podrían verse desproporcionadamente afectadas si se acelerara la retracción del financiamiento bancario o del flujo de capitales hacia inversiones de cartera. Asia parece

estar mejor protegida contra la crisis de la zona del euro, gracias a los limitados vínculos financieros directos y a cuantiosas reservas de divisas. No obstante, las condiciones en los mercados regionales de financiamiento en dólares se han endurecido desde mediados de marzo, y la creciente incertidumbre mundial y el debilitamiento de la demanda externa representan factores adversos para las economías que dependen de las exportaciones, como la República de Corea. El crecimiento en China también se ha desacelerado, lo cual incide no solo en todos los mercados de Asia sino también en los precios mundiales de las materias primas. India constituye una preocupación creciente: últimamente la rupia se ha depreciado a nuevos niveles mínimos, dado que la necesidad de financiar fuertes déficits fiscales y en cuenta corriente está generando presión sobre los mercados, aunque las restricciones financieras han aliviado el financiamiento del déficit fiscal. En Brasil, el banco central ha rebajado la tasa de interés de política monetaria a mínimos sin precedentes para contrarrestar una acusada desaceleración de la economía real. También se han revocado algunas de las medidas regulatorias adoptadas en 2011 para frenar las entradas de capital y el crecimiento del crédito de consumo.

Las autoridades de los mercados emergentes también enfrentan desafíos.

Muchos países de mercados emergentes aún disponen de margen de maniobra para aplicar una política monetaria más laxa a fin de responder a los fuertes shocks negativos internos y externos, en tanto que el estímulo fiscal sigue siendo una segunda línea de defensa para varios países en el caso de que el crecimiento sufra un shock importante (véase la actualización del *Monitor Fiscal*). La inflación permanece en general dentro de los rangos fijados como meta, lo cual indica que las tasas de interés podrían recortarse aún más si los shocks fuertes se materializaran. Muchos países de economías emergentes que disponen de margen de maniobra para aplicar políticas contra los shocks deberían aprovechar esta etapa para seguir reconstituyendo las reservas para la aplicación de políticas, dada la solidez de los precios de las materias primas y las aún favorables condiciones de liquidez. En cambio, un fuerte estímulo al crédito inducido mediante políticas podría ser menos eficaz, y sin duda menos conveniente, que en 2008/9. Frente a otras economías emergentes, las de mayor tamaño como Brasil, China e India se han beneficiado del sólido crecimiento del crédito en los últimos años, y se encuentran en las etapas más avanzadas del ciclo crediticio. Una expansión significativa del crédito en las actuales circunstancias agravaría las preocupaciones con respecto a la calidad de los activos y podría socavar el crecimiento del PIB y la estabilidad financiera en los próximos años.

Para las autoridades, la actual coyuntura plantea importantes desafíos. Los temores persistentes de un duro shock a la baja han hecho que en muchos países de mercados emergentes se mantengan políticas acomodaticias, que a la larga podrían dar origen a nuevos desequilibrios y amenazas contra la estabilidad financiera. Los bajos niveles de las tasas de interés crean un incentivo para acumular deuda, y al mismo tiempo elevan los precios de los activos. En unas pocas economías emergentes grandes (India, Rusia, Turquía), el espacio fiscal se está recuperando a un ritmo más lento de lo adecuado (véase la actualización del *Monitor Fiscal*). Se pueden aplicar políticas financieras menos austeras de lo que sería apropiado en economías emergentes que se encuentran en una etapa avanzada del ciclo crediticio. Si se materializara un fuerte shock a la baja, esta combinación de factores de vulnerabilidad podría pasar rápidamente a primer plano, sometiendo la estabilidad financiera a una dura prueba.

El programa de reforma regulatoria ahora se centra en la formulación de reglas y la implementación, pero los avances han sido desiguales.

El enfoque básico del programa de reforma regulatoria ha pasado de la definición de normas a la formulación de reglas y la implementación. Unos pocos países del G-20 (Arabia Saudita, India, Japón) ya han anunciado las reglas finales para implementar las normas de Basilea III a partir de comienzos de

2013, pero la mayoría del resto de países aún están en la etapa de redacción o consulta. La UE se aproximó más a la adopción de una regla final cuando el Consejo Europeo acordó una solución negociada con respecto a la Directiva sobre los requisitos de capital IV (DRC IV). Las autoridades estadounidenses emitieron una regla final que introduce normas de capital estrechamente alineadas con las de Basilea 2.5 a partir de enero de 2013, y sometieron a consulta las reglas para incorporar en su marco regulatorio las normas de capital de Basilea III.

Otros aspectos del programa de reforma aún están en evolución, y su implementación ha sido irregular. En lo que se refiere a los instrumentos derivados extrabursátiles, todas las jurisdicciones y todos los mercados tienen que dar pasos decididos para lograr reformas plenas del mercado en la mayor cantidad de ámbitos que sea posible, a más tardar dentro del plazo de finales de 2012 fijado por los dirigentes del G-20. Específicamente, se deben trasladar todas las operaciones estándar en instrumentos derivados a bolsas o plataformas de negociación electrónicas, si corresponde, y realizar las operaciones de compensación a través de contrapartes centrales. Dada la creciente preocupación por la posibilidad de que las contrapartes centrales se conviertan en las nuevas instituciones financieras mundiales de importancia sistémica, ahora resulta más urgente definir y acordar los respectivos mecanismos de resolución. Los avances han sido lentos en la definición de los marcos de resolución en términos más generales, y muchas jurisdicciones aún no cuentan con las herramientas legales de resolución. En muchas jurisdicciones están en curso las reformas legales para armonizar los regímenes de resolución nacionales con las características clave de los regímenes de resolución eficaces establecidas por el Consejo de Estabilidad Financiera. El reciente proyecto de directiva de la Comisión Europea que establece un marco para la recuperación y resolución de las instituciones de crédito y las empresas de inversión constituye un importante avance. No obstante, la zona del euro aún necesita avanzar más hacia el establecimiento de un marco integrado de supervisión, gestión de crisis y resolución.