

Nota de prensa del capítulo 1: *Cómo resolver el legado de la crisis y hacer frente a los nuevos desafíos para la estabilidad financiera*

Informe sobre la estabilidad financiera mundial (*GFSR*), abril de 2010

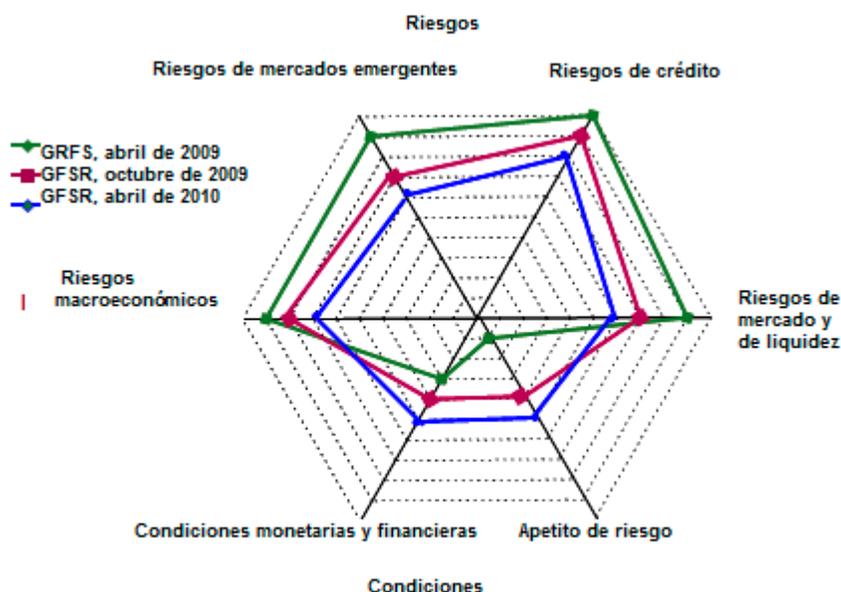
Observaciones fundamentales

- La salud del sistema financiero mundial ha mejorado a medida que la recuperación económica ha cobrado impulso, pero los riesgos para la estabilidad siguen siendo elevados.
- Los riesgos soberanos de las economías avanzadas podrían socavar los progresos logrados en materia de estabilidad y hacer que la crisis crediticia entre en una nueva fase.
- Es necesario aplicar políticas para reducir el riesgo soberano mediante planes de consolidación fiscal correctamente diseñados, así como para superar el legado de la crisis y facilitar un proceso fluido de desapalancamiento; esto requerirá un núcleo básico de bancos sólidos y viables capaces de respaldar el crédito.
- De cara al futuro, es necesario imprimir un impulso decisivo al programa de reforma regulatoria y concluir la transición a un sistema financiero mundial más seguro, resistente y dinámico.

Desde la publicación del informe *GFSR* de octubre de 2009, la salud del sistema financiero mundial ha mejorado a medida que la recuperación económica cobra fuerza (gráfico 1). No obstante, los riesgos para la estabilidad siguen siendo elevados, debido a la naturaleza aún frágil de la recuperación y al proceso en curso de saneamiento de los balances.

Los riesgos soberanos de las economías avanzadas podrían socavar los avances en la estabilidad y hacer que la crisis entre en una nueva fase. En un momento en el que los mercados se muestran menos dispuestos a apoyar el apalancamiento —ya sea en los balances de los bancos o en las cuentas públicas— y en el que el drenaje de la liquidez forma parte de las estrategias de salida, han surgido nuevos riesgos para la estabilidad financiera. Al principio, las primas por riesgo de crédito

Gráfico 1. Mapa de estabilidad financiera mundial

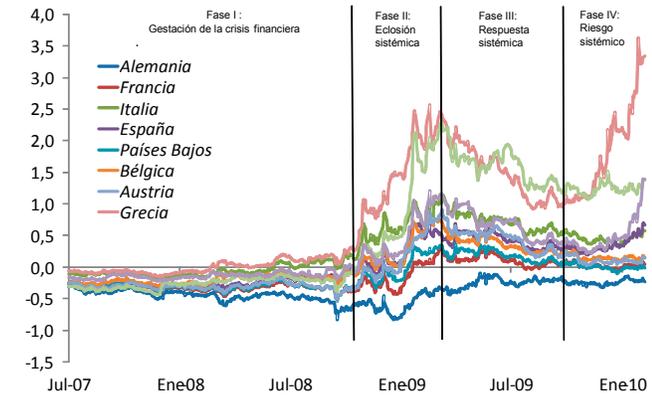


Fuentes: Estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: La posición más cercana al centro representa menor riesgo, condiciones monetarias y financieras más restrictivas o menor apetito de riesgo.

soberano se incrementaron notablemente en las principales economías más afectadas por la crisis. Más recientemente, los diferenciales han aumentado en algunas economías muy endeudadas con vulnerabilidades subyacentes donde la inquietud respecto a la sostenibilidad fiscal a más largo plazo se ha traducido en tensiones en los mercados de financiamiento soberanos que podrían extenderse a otros países (gráfico 2). La consiguiente transmisión de los riesgos soberanos a los sistemas bancarios y su retroalimentación a través de la economía podrían socavar la estabilidad financiera.

Gráfico 2. Las cuatro etapas de la crisis
(diferenciales de swaps de deuda soberana a diez años, en porcentaje)



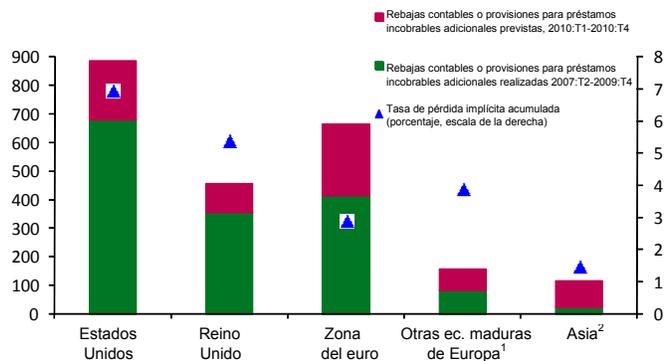
Fuente: Bloomberg L.P.

El sistema bancario mundial enfrenta problemas heredados de la crisis y nuevos desafíos que tienen su origen en el proceso de despalancamiento.

La mejora de la situación económica y de los mercados financieros ha reducido las rebajas contables previstas —de US\$2,8 billones a US\$2,3 billones— y las posiciones de capital de los bancos han mejorado notablemente (gráfico 3). No obstante, algunos segmentos de los sistemas bancarios nacionales siguen estando insuficientemente capitalizados y todavía enfrentan importantes riesgos a la baja. La lentitud en el saneamiento de los bancos más debilitados podría complicar las estrategias de salida de las extraordinarias medidas de apoyo adoptadas. La falta de una actuación decidida frente a estas instituciones podría ser un lastre para el crecimiento. Los bancos deben reconsiderar los modelos de negocio, obtener más capital, eliminar riesgos de sus balances y estabilizar el financiamiento (gráfico 4).

Gráfico 3. Rebajas contables realizadas y previstas o provisiones para préstamos incobrables de bancos, por región

(en miles de millones de dólares de EE.UU., salvo indicación en contrario)

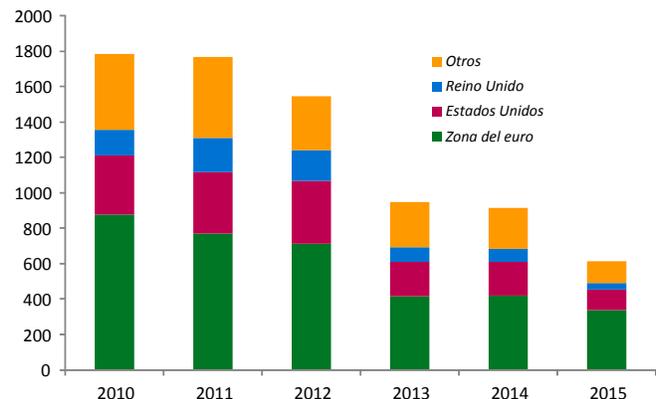


Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.
¹Incluye Dinamarca, Islandia, Noruega, Suecia y Suiza.
²Incluye Australia, Japón, Nueva Zelanda, RAE de Hong Kong y Singapur.

La recuperación crediticia será lenta, poco profunda y desigual a medida que los bancos sigan reconstituyendo sus balances. Pese a la débil recuperación de la demanda

Gráfico 4. Renovación de la deuda bancaria por fecha de vencimiento

(miles de millones de dólares de EE.UU.)



Fuente: Moody's.

de crédito por parte del sector privado, un fuerte incremento de las necesidades de financiación del sector público podría toparse con una oferta de crédito limitada. Las medidas de política para hacer frente a las limitaciones de la capacidad crediticia, sumadas a la gestión de los riesgos fiscales, deberían contribuir a aliviar las presiones sobre la oferta y demanda de crédito.

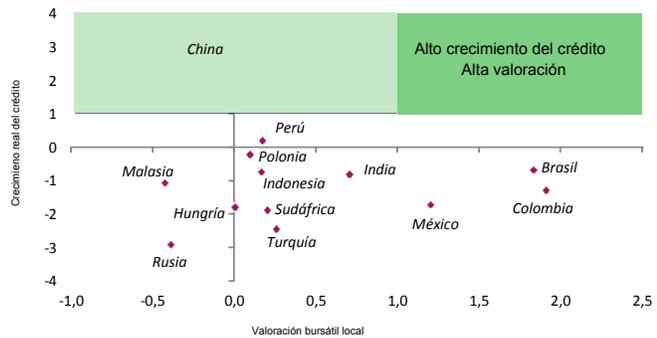
Las diferencias en la velocidad de la recuperación mundial presentan desafíos para la estabilidad en los mercados emergentes.

Las perspectivas de un crecimiento sólido, la apreciación de las monedas y el aumento de los precios de los activos están atrayendo flujos de inversión de cartera hacia las regiones de Asia y el Pacífico (excluido Japón) y América Latina, en las que también desempeñan un papel clave factores de empuje, especialmente las bajas tasas de interés en las principales economías avanzadas. Por el momento, la evidencia de sobrevaloración de activos es limitada en la mayoría de países, excepto en algunos segmentos en mercados locales con signos de sobrecalentamiento. No obstante, las condiciones imperantes de holgada liquidez interna y externa y el fuerte crecimiento del crédito podrían estimular la inflación y crear burbujas en un horizonte plurianual (gráfico 5). Las autoridades han reaccionado frente al aumento de los flujos de capital, pero es necesario mantenerse alertas para garantizar la continuidad de la estabilidad financiera.

Para seguir reduciendo los riesgos sistémicos al mismo ritmo, las autoridades deben adoptar nuevas medidas en varios ámbitos clave. Es esencial gestionar con cuidado los riesgos soberanos. Los gobiernos han de diseñar planes de consolidación fiscal a mediano plazo creíbles para frenar el aumento de la carga de la deuda y evitar que la crisis entre en una nueva fase. Las autoridades deben velar por que la próxima etapa del proceso de desapalancamiento se desarrolle de manera fluida. La pronta resolución de las instituciones inviables y la reestructuración de las instituciones débiles que tengan futuro comercial es vital para lograr una salida permanente de las medidas de apoyo extraordinarias y garantizar que haya un núcleo sólido de instituciones financieras viables capaces de respaldar el crédito.

De cara al futuro, las reformas regulatorias han de realizarse de forma expeditiva, pero teniendo en cuenta también la situación económica y financiera del momento. Continuar reforzando la base de capital del sector bancario ayudará a preparar el sistema financiero para los cambios en el marco de adecuación del capital. Es necesario definir con mayor claridad el nuevo marco del sistema financiero para ofrecer a los bancos una mayor certeza en relación con sus modelos de negocio futuros. Para restablecer la disciplina de mercado y aislar los balances de las

Gráfico 5. Crecimiento del crédito real interno y valoración bursátil
(número de desviaciones estándar con respecto al promedio histórico)



Fuentes: FMI, base de datos de *International Financial Statistics* y estimaciones del personal técnico del FMI.

entidades soberanas es esencial abordar el problema de las instituciones “demasiado importantes para quebrar”.

Nota de prensa del capítulo 2:

Riesgo sistémico y rediseño de la regulación financiera

Informe sobre la estabilidad financiera mundial (GFSR), abril de 2010

Preparada por: Marco Espinosa, Andy Jobst, Charles Kahn, Kazuhiro Masaki y Juan Sole

Observaciones fundamentales

- La crisis reciente desató una oleada de propuestas de reforma regulatoria para lidiar con los riesgos sistémicos, es decir, la posibilidad de que los problemas de una institución perjudiquen a las demás. Sin embargo, muchas de estas propuestas aún no se han completado.
- El capítulo examina dos de ellas: un mandato para que los reguladores vigilen explícitamente los riesgos sistémicos y la introducción de recargos de capital basados en el riesgo sistémico en proporción con su contribución a ese riesgo.
- En el capítulo se argumenta que no basta con establecer un mandato para que los reguladores “vigilen” las conexiones sistémicas, sino que se necesitarían también mejores herramientas para luchar contra los riesgos sistémicos. De hecho, sin ellas, los reguladores tenderán a ser más tolerantes con las instituciones sistémicas en problemas que con las demás.
- Si bien no avala necesariamente la introducción de recargos de capital basados en el riesgo sistémico, este capítulo ilustra una metodología práctica para calcularlos, en caso de que se recurriera a esa medida.
- El capítulo muestra también la importancia de tener en cuenta las vinculaciones transfronterizas de las instituciones, lo cual requiere la colaboración entre los supervisores de diferentes países para estructurar los recargos.

La crisis financiera reciente obligó a reflexionar sobre la supervisión y la regulación de las interconexiones sistémicas; es decir, la idea de que los problemas de una institución financiera afectarán negativamente a las demás. Aunque se desató una ola de propuestas de reforma regulatoria, existe una incertidumbre considerable en torno a su aplicación en la práctica. Por lo tanto, este capítulo pretende hacer dos aportes al debate sobre la regulación basada en el riesgo sistémico. Examina formalmente si, por sí mismo, un mandato para supervisar explícitamente el riesgo sistémico, tal como lo contemplan algunas propuestas recientes en Estados Unidos, el Reino Unido y la zona del euro, tiene probabilidades de lograr mitigarlo. Asimismo, propone una metodología para calcular y uniformar un recargo de capital basado en el riesgo sistémico.

Arquitectura regulatoria

El capítulo argumenta que un ingrediente importante ausente en las reformas que obligan a los reguladores a examinar los riesgos financieros sistémicos es el análisis de los incentivos de los propios reguladores. Esto incluye la “tolerancia regulatoria” —o sea, el incentivo de

un regulador para mantener a flote una institución cuando en realidad debería desmantelarla—, que probablemente varíe de acuerdo con la diferente distribución de las funciones regulatorias.

El capítulo muestra que añadir un mandato de vigilancia del riesgo sistémico al conjunto de medidas regulatorias, sin brindar las herramientas necesarias, no altera los incentivos básicos del regulador que constituyen el núcleo de algunas de las deficiencias regulatorias observadas recientemente. Los reguladores a menudo tienen un incentivo para mantener una institución a flote, aun cuando es insolvente, ya que experimentan un fuerte rechazo a clausurar las instituciones que vigilan, sobre todo porque algunas podrían llegar a recuperarse si tuvieran suficiente tiempo. Por lo tanto, ante la falta de métodos concretos para limitar la importancia sistémica de una institución —independientemente de cómo estén distribuidas las funciones regulatorias—, es posible que los reguladores tiendan a ser más tolerantes con las instituciones sistémicamente importantes que con las demás, ya que su impacto sería más perjudicial.

Por esa razón, es necesario evaluar métodos más directos para controlar el riesgo sistémico; por ejemplo, aplicando recargos de capital basados en el riesgo sistémico, imponiendo cargos acordes con la contribución de una institución al riesgo sistémico, o incluso quizá limitando el tamaño de ciertas actividades comerciales.

Recargos basados en el riesgo sistémico

Si bien no se recomienda necesariamente la introducción de recargos de capital basados en el riesgo sistémico, el capítulo presenta una metodología para calcularlos. La metodología parte de la idea de que estos recargos deben ser proporcionales a la interconexión sistémica de las instituciones financieras. El capítulo presenta dos enfoques para implementarla:

- Enfoque estandarizado. Los reguladores asignan una calificación por riesgo sistémico a cada institución, basada en su importancia sistémica relativa, y luego calculan el recargo de capital según la calificación.
- Enfoque de presupuestación del riesgo. Este método está inspirado en los principios del control del riesgo crediticio y determina los recargos de capital en relación con la contribución adicional de una institución al riesgo sistémico y las probabilidades que tiene de verse en problemas.

La metodología presenta también una manera de eliminar la prociclicidad potencial de los recargos —es decir, la propensión a subir durante una desaceleración y bajar durante una expansión—, un atributo contraproducente asociado a la mayoría de los recargos de capital basados en el riesgo.

Asimismo, el capítulo muestra la importancia de tener en cuenta las vinculaciones transfronterizas entre las instituciones que influirían en esos recargos, lo cual requeriría que los supervisores de diferentes países colaboraran en su estructuración.

Nota de prensa del capítulo 3:
Cómo hacer más seguros los derivados extrabursátiles:
La función de las entidades centrales de contrapartida

Informe sobre la estabilidad financiera mundial (GFSR), abril de 2010

Preparada por John Kiff, Randall Dodd, Alessandro Gullo, Elias Kazarian, Isaac Lustgarten, Christine Sampic y Manmohan Singh

Observaciones fundamentales

- Las entidades centrales de contrapartida (ECC) de derivados extrabursátiles que estén bien gestionadas y reguladas atenuarán el riesgo de contrapartida entre los operadores y reducirán a un mínimo el riesgo sistémico relacionado con las quiebras en cadena de entidades de contrapartida.
- Sin embargo, los costos que supondría para los operadores de derivados extrabursátiles trasladar los contratos a ECC probablemente serían altos, ya que el monto de la garantía necesaria es grande, y por eso la transición debería ser gradual.
- Dado el carácter mundial de los mercados de derivados extrabursátiles, es necesaria una estrecha coordinación transfronteriza de los marcos regulatorios y de supervisión para evitar el arbitraje regulatorio y para mitigar el riesgo sistémico y los efectos negativos de contagio a otros países.
- Todas las transacciones de derivados extrabursátiles deben registrarse y conservarse en depósitos regulados y supervisados, y los datos detallados de cada entidad de contrapartida deben estar a disposición de todos los reguladores y supervisores pertinentes.

Los mercados de derivados extrabursátiles han crecido considerablemente en los últimos años, con un monto teórico total de operaciones activas que supera los US\$600 billones. Durante la crisis financiera, el mercado de *swaps* de riesgo de incumplimiento del deudor, un componente del mercado de derivados extrabursátiles, adquirió un papel protagónico a medida que las dificultades en los mercados financieros empezaban a intensificarse y conforme se hacía evidente el riesgo de contrapartida de un mercado en el que primaban las liquidaciones bilaterales. Las autoridades tuvieron que tomar decisiones costosas con respecto a Lehman Brothers y AIG basándose en opiniones incompletas sobre las posibles repercusiones indirectas de las quiebras de las empresas.

Las ECC están siendo propuestas como estrategia para lograr que los mercados de derivados extrabursátiles sean más seguros, sólidos y transparentes, y para ayudar a mitigar el riesgo sistémico. En este capítulo se presenta una guía de este tema, y en él se demuestra que las ECC bien gestionadas y reguladas reducirán el riesgo de contrapartida

entre los operadores del mercado y el riesgo sistémico relacionado con las quiebras en cadena de las entidades de contrapartida. Las ECC también pueden ofrecer una oportunidad para mejorar la transparencia, gracias a la información que tienen recopilada sobre todos los contratos liquidados.

Sin embargo, dado que en ellas se concentra el riesgo de crédito y operativo relacionado con su propia quiebra, las ECC deberían tener una sólida situación financiera y deberían estar sujetas a procedimientos de gestión prudente de los riesgos y a una regulación y supervisión eficaces. Además, en vista del carácter mundial de los mercados de derivados extrabursátiles, es necesaria una estrecha coordinación transfronteriza de los marcos regulatorios y de supervisión. Esto ayudaría a evitar el arbitraje regulatorio y a mitigar el riesgo sistémico y los efectos negativos de contagio a otros países.

Por otro lado, las ventajas de la liquidación centralizada —tanto a nivel de cada entidad de contrapartida como a nivel sistémico— solo pueden lograrse si una masa crítica de contratos se traslada a las ECC. En este sentido, persisten algunos desafíos potenciales, como la necesidad de mejorar el grado de estandarización de los productos y la liquidez, y la posibilidad de que se deban asumir fuertes costos iniciales de capital y de garantía relacionados con los requisitos iniciales de las cuentas de márgenes.

Si los operadores necesitan incentivos adicionales para trasladar los contratos a ECC, en este capítulo se plantea la idea de un cargo que dependa de los riesgos que las carteras de derivados de los operadores imponen sobre sus contrapartes. La centralización obligatoria de todos los contratos estandarizados es una solución menos conveniente, ya que el depósito de montos potencialmente importantes en las cuentas de márgenes crearía problemas si ocurre al mismo tiempo. Por otro lado, hay costos significativos de infraestructura, como el desarrollo de sistemas informáticos y la formulación de reglas y procedimientos nuevos. No obstante, si otros incentivos no propician un traslado suficiente de los contratos, es posible que se necesite una orden para que los participantes no teman ser los primeros en tomar una decisión. Aparentemente los operadores de derivados sí están trasladando a ECC los contratos que pueden liquidarse por ese medio, pero si las autoridades estiman que es necesario un mandato, este debería implementarse de manera gradual.

Propuestas de política:

Varias propuestas de política surgen del capítulo; muchas de ellas ya están incluidas en listas de proyectos legislativos y regulatorios. Las principales propuestas son las siguientes:

- Un marco mundial de supervisión de las ECC establecería condiciones igualitarias mínimas en un nivel alto y desalentaría el arbitraje regulatorio. Las autoridades

deberían contar con planes para contingencias y tener facultades adecuadas para hacer frente a quiebras de ECC de manera coordinada a escala mundial.

- Las autoridades regulatorias deberían garantizar que las ECC cuenten con procedimientos y mecanismos adecuados de mitigación y gestión de riesgos para proteger la integridad de todos los mercados relacionados y los intereses de sus participantes, y que cumplan las normas para entidades de centrales de contrapartida que emitan el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación y la Organización Internacional de Comisiones de Valores.
- Para cada jurisdicción debería establecerse una base jurídica clara que determine la autoridad principal encargada de regular las ECC, con el fin de garantizar una regulación y supervisión eficaces. En el caso de ECC de importancia sistémica, el regulador principal debería ser un regulador de riesgo sistémico.
- Los bancos centrales deberían estar en condiciones de suministrar liquidez de emergencia a las ECC de importancia sistémica en casos de escasez extrema de liquidez.

Nota de prensa del capítulo 4:
***Expansión de la liquidez mundial: Efectos en las economías “receptoras”
y opciones de respuesta de política económica***

Informe sobre la estabilidad financiera mundial (GFSR), abril de 2010

Preparada por Effie Psalida, Annamaria Kokenyne, Sylwia Nowak y Tao Sun

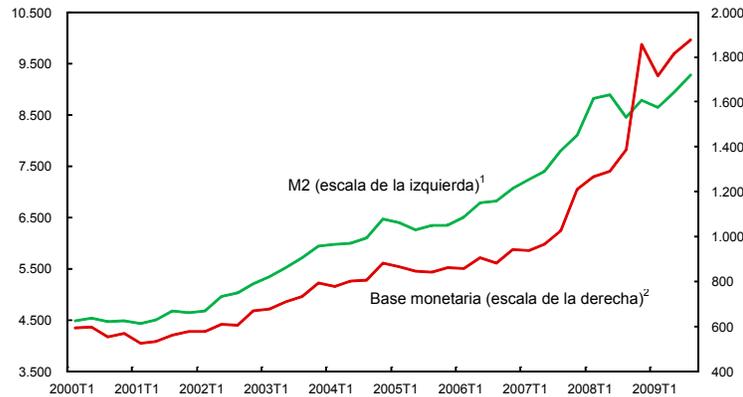
Observaciones fundamentales

- La transmisión de la abundante liquidez mundial a las economías con mayores tasas de interés y un crecimiento más vigoroso puede plantear desafíos de política económica. Aunque los beneficios de las entradas de capital son múltiples, un aumento repentino de estas entradas puede generar inflación y burbujas de precios de los activos.
- El análisis presentado en este capítulo muestra que la liquidez mundial impulsa al alza los precios de las acciones locales y reduce las tasas de interés reales en los países receptores, normalmente en mayor medida que la liquidez interna, y que la adopción de unos tipos de cambio más flexibles puede atenuar estos efectos.
- Las economías receptoras de liquidez pueden utilizar varias políticas para hacer frente a aumentos de las entradas de capital. Estas políticas consisten principalmente en una combinación adecuada de políticas macroeconómicas, como por ejemplo aplicar un tipo de cambio más flexible cuando las condiciones lo permitan y reforzar la regulación prudencial.
- Si estas medidas de política no son suficientes y si es probable que los aumentos de las entradas de capital sean temporales, los controles de capital pueden complementar la batería de instrumentos de política económica. Si bien los datos empíricos sobre la eficacia de los controles de capital no son concluyentes, estos controles pueden prolongar el vencimiento de algunos tipos de entradas.
- Aunque los controles de capital puedan resultar útiles en algunos países para hacer frente a aumentos de las entradas de capital, estos controles pueden tener efectos multilaterales adversos y alentar la aplicación de controles en otros países.

En este capítulo se examinan la transmisión de la abundante liquidez mundial y el consiguiente aumento de los flujos de capitales hacia las economías con tasas de interés comparativamente más elevadas y perspectivas de crecimiento más sólidas. Se observa que, además de la liquidez interna, las condiciones monetarias expansivas en el G-4 (Japón, Estados Unidos, el Reino Unido y la zona del euro) pueden plantear desafíos de política económica a los países receptores de liquidez causando presiones a la apreciación del tipo de cambio y un aumento de las valoraciones de los activos (gráfico 1).

Gráfico 1. Liquidez mundial

(miles de millones de dólares de EE.UU.; ponderada por el PIB; datos trimestrales)



Fuentes: Datastream; FMI, base de datos de *International Financial Statistics*, y estimaciones del personal técnico del FMI.

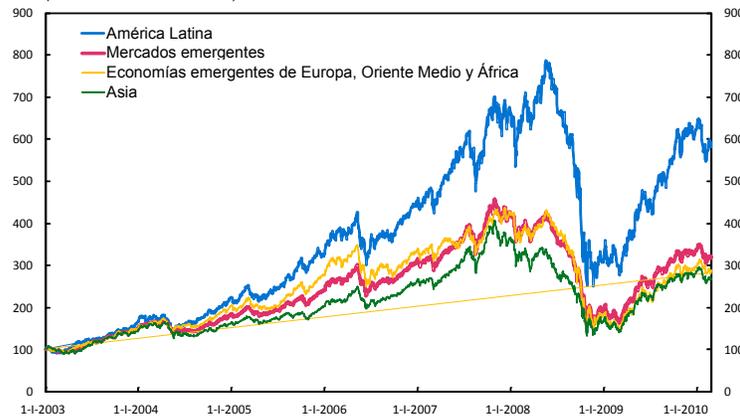
¹Suma de la M2 ponderada por el PIB de Japón, Estados Unidos, el Reino Unido y la zona del euro.

²Suma de la base monetaria ponderada por el PIB de Japón, Estados Unidos, el Reino Unido y la zona del euro.

En el capítulo se analizan y se observan fuertes vínculos entre la expansión de la liquidez mundial y los precios de los activos, como los rendimientos de las acciones, en las economías receptoras de liquidez, así como una acumulación de reservas oficiales y entradas de flujos de cartera en las economías receptoras de liquidez (gráfico 2).

Gráfico 2. Índices de acciones de los mercados emergentes

(1 de enero de 2003 = 100)



Fuente: Bloomberg L.P.

Las autoridades económicas de las economías receptoras pueden utilizar varias opciones de política económica para hacer frente a aumentos de la liquidez mundial y de las entradas de capital. El menú de respuestas de política económica para mitigar los riesgos relacionados con aumentos de las entradas de capital incluye las siguientes:

- Una política cambiaria más flexible, en particular cuando el tipo de cambio esté subvaluado. El análisis muestra que un tipo de cambio flotante puede utilizarse para

protegerse ante aumentos de la liquidez mundial y las consiguientes presiones de valoración sobre los activos internos.

- Una acumulación de reservas (utilizando una intervención esterilizada o no esterilizada, según corresponda).
- Reducir las tasas de interés si las perspectivas de la inflación lo permiten.
- Una política fiscal más restrictiva cuando la orientación general de la política macroeconómica sea expansiva.
- Reforzar la regulación prudencial en el sistema financiero.

Si las condiciones lo permiten, la liberalización de los controles de las salidas de capital también puede resultar útil. La combinación adecuada de políticas dependerá de las circunstancias específicas de cada país.

Si estas medidas de política no son suficientes y si es probable que los aumentos de las entradas de capital sean temporales, los controles de capital pueden ser útiles para complementar la batería de instrumentos de política monetaria. No obstante, los aumentos más permanentes de las entradas de capital tienden a obedecer a factores más fundamentales, y requerirán un ajuste económico más profundo. La aplicación de políticas macroeconómicas bien formuladas a lo largo de un ciclo económico puede ayudar a atenuar los efectos de los aumentos y las retiradas abruptas de los flujos de capital.

Los datos empíricos sobre la eficacia de los controles de capital no son concluyentes. Existen indicios de que estos controles pueden prolongar el vencimiento de algunos tipos de entradas —aunque no reducir su volumen— y generar mayor margen para el uso de la independencia de política monetaria. En el capítulo se describen algunos estudios de casos de países para mostrar el tipo de controles de capital que en el pasado han resultado eficaces y los que no lo han sido.

Aunque los controles de capital resulten ser útiles para hacer frente a un aumento de las entradas de capital en un país determinado, estos controles pueden tener efectos multilaterales adversos. La adopción de controles de capital en un país, si resultan eficaces, puede desviar los flujos de capitales hacia otros países, alentando la introducción de controles de capital en aquellos países. Una dependencia generalizada de los controles de capital puede retrasar la aplicación de los ajustes macroeconómicos necesarios en los distintos países y, en el entorno actual, evitar el reequilibrio de la demanda y, por ende, frenar la recuperación y el crecimiento mundiales.