

## **Informe sobre la estabilidad financiera mundial (GFSR), octubre de 2013**

### **Resumen ejecutivo**

El sistema financiero mundial está experimentando una serie de transiciones conforme avanza hacia una mayor estabilidad financiera. Es posible que pronto Estados Unidos adopte políticas monetarias menos laxas y que las tasas de interés a largo plazo suban a medida que la recuperación gana terreno. Tras un prolongado período de fuerte afluencia de inversiones de cartera, los mercados emergentes están enfrentando una transición a un contexto de condiciones externas más volátiles y mayores primas de riesgo. A medida que entran en un régimen de crecimiento más equilibrado y sostenible del sector financiero, algunos mercados emergentes necesitan abordar factores de vulnerabilidad financiera y macroeconómica y apuntalar su capacidad de resistencia. Japón está avanzando hacia el nuevo régimen de políticas denominado “Abeconomía”, caracterizado por una expansión monetaria más vigorosa y combinada con reformas fiscales y estructurales. En la zona del euro, con el fortalecimiento de los sistemas financieros y la reducción de los niveles de deuda excesivos, el sector financiero está ganando solidez y seguridad, y la unión monetaria es más fuerte y cuenta con un marco común para mitigar los riesgos. Por último, el sistema bancario mundial está adoptando gradualmente normas de regulación más estrictas. En el capítulo 1 se examinan los riesgos y desafíos de cada una de estas transiciones.

El principal desafío derivado de estos cambios está relacionado con la gestión de los efectos secundarios y, en su momento, el retiro de la política monetaria acomodaticia en Estados Unidos. Además de las ventajas que implica una sólida economía estadounidense, esta transición debería ayudar a limitar los riesgos de estabilidad financiera asociados a un período prolongado de tasas de interés bajas. Pero aun así, gestionar dicha transición podría plantear desafíos conforme los inversionistas preparan sus carteras para un nuevo régimen de mayores tasas de interés y mayor volatilidad. El análisis del capítulo 1 destaca el riesgo de que las tasas de interés a largo plazo suban más bruscamente de lo que se prevé en la actualidad. Las reducciones estructurales de la liquidez del mercado y las posiciones apalancadas en los mercados de financiamiento a corto plazo y en la banca paralela (por ejemplo, en el sector de fideicomisos de inversión inmobiliaria) podrían amplificar estos aumentos de las tasas de interés y desbordarse a los mercados mundiales.

Los desafíos relacionados con la estabilidad financiera también se observan en muchas economías emergentes. Los mercados de bonos ahora son más sensibles a las variaciones de las políticas monetarias acomodaticias adoptadas en las economías avanzadas porque los inversionistas extranjeros han entrado masivamente en los mercados locales y pueden retirarse. Tras un intervalo prolongado de expansión del crédito y creciente apalancamiento de las empresas, los fundamentos económicos en los mercados emergentes se han debilitado en los últimos años. Gestionar los riesgos de la transición hacia un sector financiero más equilibrado y sostenible, preservando un crecimiento robusto y la estabilidad financiera, será una tarea clave a la que se enfrentarán las autoridades.

Mientras que los bancos centrales de otras regiones consideran estrategias para retirar las políticas monetarias no convencionales en su debido momento, Japón está ampliando el estímulo monetario en el marco del programa de Abeconomía, con el fin de sacar al país de su prolongada tendencia deflacionaria. La implementación exitosa de un programa completo de medidas que incluye reformas fiscales y estructurales apuntalaría la estabilidad financiera interna, y también tendería a propiciar las salidas de capitales. Sin embargo, el programa podría traer consigo importantes riesgos para la estabilidad financiera si las reformas fiscales y estructurales previstas no se ejecutan plenamente. La consecuencia de no poner en marcha estas reformas podría ser un retorno de la deflación y el aumento de las tenencias de deuda pública de los bancos, lo cual incrementaría aún más el ya abultado nexo entre las entidades soberanas y los bancos. En un escenario de condiciones más desordenadas, con mayor inflación y primas de riesgo elevadas, los riesgos para la estabilidad financiera tanto interna como mundial podrían incrementarse aún más, por ejemplo, con rápidos aumentos de los rendimientos de bonos y volatilidad así como aumentos bruscos de las salidas de capitales.

En la zona del euro, las reformas implementadas a escala nacional y las importantes medidas adoptadas para reforzar la arquitectura de la unión monetaria han ayudado a reducir las presiones de financiamiento en los bancos y las entidades soberanas. Sin embargo, en las economías de España, Italia y Portugal, que soportan tensiones, la pesada carga de la deuda del sector empresarial y la fragmentación financiera aún plantean desafíos. Incluso si esta última se revirtiera a mediano plazo, en el presente informe se estima que no se lograría eliminar el sobreendeudamiento persistente, que representa casi una quinta parte de la deuda empresarial combinada de España, Italia y Portugal. Suponiendo que las condiciones económicas y financieras no siguieran mejorando, es decir, se produjera un resultado más adverso que la mejora cíclica considerada en el escenario base de la edición de octubre de 2013 de *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO, por sus siglas en inglés), algunos bancos en estas economías podrían necesitar incrementar aún más sus provisiones para hacer frente al potencial deterioro de la calidad de los activos de sus carteras de préstamos empresariales. Esto podría insumir una importante proporción de las utilidades futuras de los bancos. Esfuerzos recientes para evaluar la calidad de los activos y reforzar las provisiones y el capital han ayudado a incrementar la capacidad de los bancos para absorber pérdidas, pero es vital redoblar esfuerzos para sanear los balances de los bancos y adoptar una unión bancaria propiamente dicha. Estas medidas deberían complementarse con una evaluación y una estrategia integrales para solucionar el sobreendeudamiento de las empresas no financieras.

Varias medidas de política pueden ayudar a promover una transición ordenada hacia una mayor estabilidad financiera:

- El crecimiento más vigoroso en Estados Unidos está sentando las bases para la normalización monetaria. Para lograr una transición fluida es necesario adoptar políticas que permitan gestionar los efectos de la mayor volatilidad y los ajustes de las carteras, y al mismo tiempo abordar las deficiencias estructurales de liquidez y

las vulnerabilidades sistemáticas. Es esencial que los funcionarios de los bancos centrales adopten una estrategia de comunicación clara y oportuna. En comparación con anteriores ciclos de ajuste, esta vez las autoridades tienen a su disposición un conjunto más completo de herramientas. Pero en el caso de que se produzcan shocks adversos, es posible que se necesiten mecanismos contingentes de apoyo para hacer frente al riesgo de ventas forzadas en ciertos segmentos del mercado y para gestionar una retirada o liquidación ordenada. Una mayor supervisión ayudaría a reducir los riesgos conexos de apalancamiento excesivo en la banca paralela y, en particular, en los fideicomisos de inversión inmobiliaria.

- En el caso de las economías de mercados emergentes, el principal canal de transmisión de las presiones externas será más probablemente el de las tensiones de liquidez en los mercados de bonos y de divisas, y no tanto el del financiamiento de los bancos. Además, la reacción de los inversionistas extranjeros a las expectativas cambiantes sobre la política monetaria de Estados Unidos seguirá afectando los mercados locales. En el caso de que se produzcan salidas significativas de capitales, es posible que algunos países deban concentrarse en garantizar el funcionamiento ordenado del mercado, para lo cual deberán usar de manera prudente el margen de maniobra del que disponen para la aplicación de políticas. Para preservar la capacidad de resistencia de las economías de mercados emergentes es necesario centrar más la atención en las vulnerabilidades internas a medida que se moderan las perspectivas de crecimiento relativo, que suben las tasas nominales en Estados Unidos y que ceden los flujos de capitales. Las autoridades deben vigilar y contener con cuidado el rápido crecimiento del apalancamiento de las empresas. Los reguladores de bancos locales tienen que tomar precauciones frente a los desfases de financiamiento en divisas que afectan los balances de los bancos, entre otras formas, a través del endeudamiento de las empresas en moneda extranjera. Además, el establecimiento de defensas adecuadas y la corrección de los desequilibrios macroeconómicos probablemente serán medidas valiosas para amortiguar el efecto del aumento de volatilidad y de las primas de riesgo.
- Contener los riesgos que pueden formarse en el sistema financiero de China es una tarea tan importante como lo es de difícil. Es necesario frenar el crecimiento del crédito en sentido amplio a fin de contener los riesgos para la estabilidad financiera y promover el reequilibrio de la economía china para que esta no dependa tanto del capital impulsado por el crédito y la inversión inmobiliaria. Es importante reforzar la supervisión prudencial de las actividades de la banca paralela, eliminar los incentivos al arbitraje regulatorio avanzando aún más en la liberalización financiera (por ejemplo, las tasas pasivas), y contrarrestar la creencia generalizada en las garantías implícitas y los rescates de préstamos corporativos y productos de ahorro riesgosos.

A menos que las pérdidas sean asumidas por los prestatarios y ahorristas, el Estado se enfrenta a costos fiscales cuantiosos e imprevisibles.

- En Japón, deberán complementarse las enérgicas políticas adoptadas por las autoridades, las cuales deberán mantener los compromisos asumidos en materia de políticas fiscales y estructurales, para evitar riesgos a la baja. En caso de que no mejore la dinámica de la deuda soberana, estas políticas son necesarias para contener un posible aumento brusco de las primas de riesgo de los bonos públicos. A fin de contribuir a mitigar estos riesgos para la estabilidad, también deberán reforzarse las estructuras del mercado (mediante, entre otras formas, la modificación de los interruptores de circuitos en los mercados de derivados) y se deberá mejorar el perfil de riesgo de los bancos regionales.
- En la zona del euro, los avances en la reducción del sobreendeudamiento y el saneamiento de los balances de los bancos deben ir acompañados del fortalecimiento de la arquitectura financiera de la zona del euro y la finalización de la agenda de la unión bancaria. Es necesario recuperar completamente la confianza de los inversionistas en los balances de los bancos de la zona del euro y reforzar los flujos de crédito a las empresas viables: tal como está previsto, el primer paso es llevar a cabo una evaluación completa, realista y transparente de los balances. Deberán establecerse mecanismos de apoyo financiero creíbles para cubrir cualquier insuficiencia identificada y comunicarse anticipadamente a la publicación de los resultados de dicha evaluación. El problema del sobreendeudamiento de las empresas se deberá abordar utilizando un enfoque más integral que incluya, entre otros aspectos, el saneamiento de la deuda corporativa, mejoras en los marcos que regulan los procesos de quiebra de las empresas y el desarrollo activo de fuentes no bancarias de crédito. Es crucial que el Banco Central Europeo brinde apoyo monetario adicional y que el Banco Europeo de Inversiones proporcione apoyo crediticio a las empresas viables a fin de brindar tiempo suficiente para sanear los balances del sector privado.
- La capitalización de los bancos sigue variando mucho de un país a otro, porque las instituciones se encuentran en diferentes etapas de saneamiento de los balances y operan en entornos económicos y regulatorios diferentes. Las tareas clave son mejorar la credibilidad, la transparencia y la solidez de los balances, evitando al mismo tiempo presiones excesivas sobre los bancos debido a la falta de coordinación de las iniciativas regulatorias nacionales o a la incertidumbre. Deberán redoblarse los esfuerzos para evaluar la forma en que la evolución de los mercados y las iniciativas regulatorias que afectan a los modelos de negocio relacionados con los bancos agentes pueden influir en el costo y el suministro de liquidez al mercado.

Como mínimo, es necesario reforzar la supervisión y el control de los efectos de las presiones sobre la liquidez disponible a medida que los mercados financieros se adaptan a un entorno de tasas de interés más altas y mayor volatilidad.

Si estos desafíos de política económica se gestionan adecuadamente, y si las reformas se aplican como se ha prometido, la transición hacia una mayor estabilidad financiera será fluida y proporcionará un marco más sólido para la actividad del sector financiero y el crecimiento económico. Sin embargo, el fracaso en la implementación de las reformas necesarias para abordar los numerosos desafíos de política económica subrayados anteriormente podría tener profundos efectos de contagio en las distintas regiones y posiblemente descarrilar el proceso de transición hacia una mayor estabilidad.

En el capítulo 2 se examinan los esfuerzos realizados por las autoridades para reactivar el crecimiento del crédito, que muchos consideran una de las razones principales que explican la lenta recuperación económica. En este capítulo se enumeran las políticas implementadas por varios países y se presenta un marco para evaluar su eficacia. Se argumenta que las políticas son más eficaces si se focalizan en las restricciones que generan la debilidad del crédito. Utilizando varios instrumentos analíticos, en este capítulo se observa que las restricciones en los mercados de crédito varían según el país y evolucionan a lo largo del tiempo, por lo que debe efectuarse una evaluación minuciosa a nivel de cada país. Para identificar estas restricciones también es necesario contar con datos más fidedignos sobre los préstamos nuevos. En muchos casos, las políticas orientadas a la demanda y la oferta son complementarias, pero su magnitud y su secuencia relativas pueden ser importantes. Además, las autoridades deberían ser conscientes de los costos fiscales que tienen las políticas de apoyo al crédito y sus implicaciones para la estabilidad financiera. Los principales riesgos giran en torno a la agudización del riesgo de crédito, entre otras vías, mediante la adopción de normas de concesión de préstamos menos estrictas y el riesgo de “perennización” de los préstamos ya concedidos. La mitigación de estos riesgos posiblemente no será necesaria ni adecuada mientras la recuperación económica sea aún débil, ya que podría ir en contra de los objetivos de las políticas de crédito (que a menudo están pensadas para promover la toma de riesgos). Aun así, las autoridades tendrán que sopesar continuamente los beneficios a corto plazo y los costos a más largo plazo de las políticas tendientes a estimular el crédito.

En el capítulo 3 se examina cómo afectan las estructuras de financiamiento de los bancos a la estabilidad financiera y en qué medida las iniciativas de reforma regulatoria contribuirán a que estas estructuras sean más estables, diversificadas y resistentes. El análisis presentado en este capítulo muestra que los bancos saludables se apoyan en mayor medida en el capital propio y menos en la deuda (especialmente el financiamiento mayorista a corto plazo que contribuyó a la crisis financiera mundial) y utilizan los depósitos como principal fuente de financiamiento. Varias reformas promueven acertadamente muchas de estas características deseables, pero podrían plantearse disyuntivas entre ellas. Por una parte, existen presiones para recurrir a financiamiento con más aval —lo cual incrementa los niveles de pignoración de activos— así como depósitos, a fin de reducir la vulnerabilidad

de los bancos a la turbulencia en los mercados de financiamiento mayorista. Por otra parte, la facultad para obligar a los acreedores a absorber pérdidas y los regímenes de preferencia de los depositantes protegen mejor a los contribuyentes y a los depositantes a expensas de los tenedores de deuda mayorista sin garantía. Un análisis numérico muestra el impacto sobre el costo de la deuda sin garantía a medida que aumenta la proporción de nuevos acreedores protegidos. En las actuales condiciones y protecciones a los depositantes (y especialmente para los bancos bien capitalizados) el aumento sería moderado; sin embargo, si las protecciones a los depositantes se amplían sustancialmente, el impacto podría ser muy grande. La implementación cuidadosa de la reforma puede ayudar a mitigar las tensiones: las reformas de Basilea III y de los derivados extrabursátiles deberían llevarse a término según lo planificado. Sin embargo, las autoridades deberían vigilar el aumento de la demanda de garantías de activos para cerciorarse de que estén disponibles suficientes activos libres de gravamen como para permitir un rescate significativo con la participación de acreedores privilegiados sin garantía.