

Resumen ejecutivo

El análisis publicado en este Informe sobre la estabilidad financiera mundial (*Global Financial Stability Report, o GFSR*) muestra que, a pesar de que recientemente la evolución de los mercados financieros ha sido favorable, los riesgos para la estabilidad financiera se han recrudecido desde la edición de abril de 2012 del informe, como lo demuestra el hecho de que la confianza en el sistema financiero mundial es muy frágil en este momento. Aunque los nuevos esfuerzos sustanciales realizados por las autoridades europeas han mitigado los temores más serios de los inversionistas, la crisis de la zona del euro sigue siendo la principal fuente de inquietudes. La percepción en cuanto a los riesgos extremos que podría desencadenar una redenominación a una nueva moneda ha llevado a replegar las exposiciones financieras privadas a los países de la periferia de la zona del euro. La fuga de capitales y la fragmentación del mercado resultantes socavan los cimientos mismos de la unión: mercados integrados y una política monetaria común eficaz.

Las operaciones extraordinarias de infusión de liquidez lanzadas por el Banco Central Europeo (BCE) alrededor de comienzos de 2012 mitigaron la presión para que los bancos se deshicieran de activos, pero esa presión aumentó nuevamente, acompañada de una creciente fragmentación del mercado. Posteriormente, la declaración realizada por el Presidente del BCE en julio, sumada a las medidas propuestas en septiembre por esta institución para incrementar la liquidez de respaldo y asegurar una transmisión adecuada de la política monetaria, fueron esenciales para abordar los temores más serios de los inversionistas, y los mercados volvieron a recuperarse. Esta edición del informe GFSR actualiza la información presentada en abril de 2012 y evalúa el impacto del desapalancamiento de los bancos en tres escenarios; a saber, *escenario base*, escenario de aplicación de *políticas deficientes* y escenario de aplicación de *políticas cabales*. Una de sus determinaciones es que ante las demoras en resolver la crisis se ha incrementado el volumen proyectado de reducción de los activos bancarios. La carga más pesada de las contracciones proyectadas de la oferta de crédito recaerá en los países de la periferia de la zona del euro, en los cuales las fuerzas combinadas del desapalancamiento de los bancos y las tensiones soberanas están generando vientos en contra muy fuertes para el sector empresarial.

En tanto que en la edición de abril de 2012 del informe GFSR se determinó que las autoridades de la zona del euro debían aprovechar los avances logrados y evitar nuevos reveses, en la presente edición del informe GFSR se concluye que lo que se necesita en este momento es más velocidad. Como se detalla en el capítulo 1, es necesario pasar al escenario de aplicación de *políticas cabales* para restablecer la confianza, revertir la fuga de capitales y reintegrar la zona del euro. Los elementos clave a nivel nacional consisten en implementar una consolidación fiscal oportuna y propicia para el crecimiento; realizar reformas estructurales encaminadas a reducir los

desequilibrios externos y promover el crecimiento; y llevar a término el saneamiento del sector bancario, entre otras cosas mediante nuevas medidas para recapitalizar o reestructurar los bancos viables cuando corresponda y proceder a la resolución de los bancos inviables.

A nivel de la zona del euro, estos esfuerzos nacionales deben estar respaldados por un financiamiento suficiente a los bancos a través del marco de liquidez establecido por el BCE. Fundamentalmente, un avance concreto hacia el establecimiento de una unión bancaria en la zona del euro contribuirá a quebrar el vínculo pernicioso entre entidades soberanas y bancos nacionales y a mejorar la supervisión. A más largo plazo, para que prospere la unión bancaria será necesaria una mancomunación de recursos suficiente para brindar un respaldo fiscal creíble a la autoridad de resolución de bancos y a un fondo común de garantía de depósitos.

La crisis que está atravesando la zona del euro ha llevado a los inversionistas a buscar refugios seguros en otras jurisdicciones, especialmente Estados Unidos y Japón. Si bien estos flujos han llevado los costos de financiamiento de los gobiernos a mínimos históricos, ambos países continúan enfrentando significativos desafíos fiscales, como se explica en el capítulo 2. En Estados Unidos, el inminente precipicio fiscal, el plazo que queda hasta alcanzar el tope de la deuda, y la incertidumbre que este suscita son los principales riesgos inmediatos. La dinámica insostenible de la deuda sigue siendo la inquietud más apremiante a mediano plazo. Japón se enfrenta a elevados déficits y niveles de deuda históricos, y la interdependencia entre los bancos y las entidades soberanas es cada vez mayor. En ambos países, es necesario programar los pasos necesarios hacia un ajuste fiscal a mediano plazo y ejecutarlos sin más demora. La lección principal que han dejado los últimos años es la necesidad de afrontar los desequilibrios mucho antes de que los mercados comiencen a inquietarse por la situación del crédito.

Las economías de mercados emergentes han resistido bien los shocks mundiales hasta el momento, pero deben prepararse para hacer frente a otras posibles oleadas de shocks y, al mismo tiempo, manejar una desaceleración del crecimiento que podría exacerbar los riesgos internos para la estabilidad financiera. Los mercados locales de bonos continúan atrayendo flujos en medio de la intensificación de la crisis de la zona del euro. En términos generales, muchos países de Europa central y oriental son los más vulnerables debido a las exposiciones directas a la zona del euro y a ciertas similitudes con los países de la periferia de la zona del euro. Asia y América Latina en general parecen tener mayor capacidad de resistencia, pero varias de sus principales economías son propensas a los riesgos que conlleva encontrarse en la última fase de un ciclo de crédito que incluyó un período prolongado de alza de precios de los bienes raíces y aumento de la deuda. Entre tanto, el margen para brindar nuevo estímulo mediante la política económica es algo limitado en varias economías, lo cual pone de relieve la necesidad de afrontar con habilidad los desafíos específicos de cada país.

La crisis ha dado lugar a una multitud de reformas regulatorias que buscan afianzar la seguridad del sistema financiero. El capítulo 3 contiene un informe preliminar elaborado para determinar si esas reformas están orientando debidamente al sector financiero para que adquiera ciertas características aconsejables; a saber, mercados e instituciones financieros más transparentes, menos complejos y menos apalancados. El análisis sugiere que, a pesar de haberse logrado algunos avances durante los cinco últimos años, los sistemas financieros no están mucho más

cerca de tener esas características: aún son demasiado complejos, mantienen estrechas vinculaciones interbancarias a nivel interno, están demasiado concentrados, y no se ha resuelto la cuestión de las instituciones que son demasiado importantes para quebrar. Si bien la globalización financiera aún no ha sufrido ningún revés grave, a falta de políticas adecuadas, las economías aún son susceptibles a efectos de contagio transfronterizos perjudiciales. El progreso ha sido limitado en parte porque numerosas reformas regulatorias aún se encuentran en las primeras etapas de su implementación y en parte porque varias economías aún están aplicando medidas de intervención para hacer frente a la crisis; en consecuencia, se ha retrasado la puesta a cero del sistema financiero para poder imprimirle una trayectoria más segura. Aunque las reformas en curso probablemente afiancen la seguridad del sistema bancario con el correr del tiempo, en el capítulo se mencionan algunos ámbitos que aún requieren atención: 1) un diálogo mundial sobre las ventajas y las desventajas de las restricciones directas a las operaciones bancarias para abordar la cuestión de las instituciones que son demasiado importantes para quebrar, 2) mayor atención a los segmentos del sistema no bancario que pueden estar generando riesgos sistémicos, y 3) mayor avance de los planes de recuperación y resolución de instituciones grandes, sobre todo las que operan a escala internacional.

En el capítulo 4 se aborda la cuestión fundamental de si ciertos aspectos de la estructura financiera producen mejores resultados económicos. ¿Qué probabilidades hay de que las fuerzas que están transformando las estructuras financieras, como por ejemplo las reformas regulatorias, produzcan estructuras que respalden un crecimiento más fuerte y menos volátil y un sistema financiero más estable? Según este capítulo, hay algunas características estructurales que efectivamente están asociadas a mejores resultados, y otras, a una reducción del crecimiento y a un aumento de la volatilidad. En particular, las defensas financieras (tanto de capital como de liquidez) suelen estar asociadas a un mejor desempeño económico, mientras que algunos tipos de intermediación bancaria no tradicional están vinculados a resultados menos favorables. El análisis indica también que ciertas características positivas a veces se tornan negativas. Por ejemplo, algunos medios de conexión transfronteriza son beneficiosos la mayor parte del tiempo, pero si no se los maneja debidamente pueden actuar como conductos de transmisión de shocks desestabilizadores durante una crisis. En términos generales, el análisis debe interpretarse con cuidado, dado que está limitado por extensas lagunas en los datos y por la duración relativamente breve del período de muestra que incluye la crisis financiera mundial. En consecuencia, las conclusiones para la política económica pueden considerarse únicamente tentativas, pero dos se destacan: 1) como defensas financieras, el capital de alta calidad y los activos verdaderamente líquidos suelen mejorar el desempeño económico, y 2) es necesario manejar debidamente la interconectividad mundial de los bancos para aprovechar las ventajas de las actividades transfronterizas y, al mismo tiempo, limitar los efectos de contagio adversos durante una crisis.

Tanto en el capítulo 3 como en el capítulo 4 se recalca también que el éxito de las medidas encaminadas a afianzar la seguridad del sistema financiero depende de una implementación eficaz y una supervisión estricta. Si faltan esos elementos, la reforma regulatoria posiblemente no produzca una mayor estabilidad financiera.