

# **INFORME SOBRE LA ESTABILIDAD FINANCIERA MUNDIAL (GFSR): ABRIL DE 2014**

## **TÍTULO: Transición de mercados impulsados por la liquidez a mercados impulsados por el crecimiento**

### RESUMEN EJECUTIVO

El sistema financiero mundial está experimentando una serie de transiciones difíciles en la senda hacia una mayor estabilidad. A medida que la recuperación económica en Estados Unidos se afianza, la política monetaria de ese país ha comenzado a normalizarse. Las economías de mercados emergentes se encuentran en transición hacia un crecimiento más sostenible del sector financiero, al tiempo que abordan vulnerabilidades macroeconómicas en un ambiente financiero externo menos favorable. La zona del euro está reforzando los niveles de capitalización bancaria a medida que deja atrás la fragmentación para robustecer el marco de integración.

Estas transiciones están lejos de culminar, y las condiciones de estabilidad están lejos de ser normales. Desde octubre, los episodios de turbulencia financiera han puesto de relieve el sustancial ajuste que queda por realizar. En las economías avanzadas, los mercados financieros siguen respaldados por la orientación monetaria extraordinariamente acomodaticia y la abundancia de liquidez. Tendrán que abandonar poco a poco esos puntales para poder crear un ambiente de crecimiento autosustentable, marcado por un aumento de la inversión empresarial y un creciente nivel de empleo.

Tanto en el caso de las economías avanzadas como en el de las economías de mercados emergentes, la transición de la liquidez al crecimiento como impulsor de los mercados requiere una serie de elementos, entre los que cabe mencionar una normalización de la política monetaria estadounidense que conjure los riesgos para la estabilidad financiera; un reequilibramiento financiero de las economías de mercados emergentes en medio del endurecimiento de las condiciones financieras externas; un mayor avance de la transición de la fragmentación a una integración robusta en la zona del euro; y la implementación satisfactoria de la Abeconomía para lograr un crecimiento sostenido y una inflación estable en Japón.

La transición paulatina hacia un crecimiento autosustentable está más avanzada en Estados Unidos, donde ya se pueden ver los primeros brotes verdes de su recuperación económica, como se explica en la edición de abril de 2014 de *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO). La transición estadounidense plantea varios retos para la estabilidad financiera. La búsqueda de rentabilidad se está ampliando cada vez más, y exhibe un creciente nivel de apalancamiento del sector empresarial y un debilitamiento de las normas

de evaluación de los créditos en algunos segmentos del mercado nacional. La disminución de la liquidez del mercado y el rápido crecimiento de vehículos de inversión que son vulnerables al riesgo de reembolso podrían amplificar los shocks financieros o económicos. En este período de transición, la reducción de la orientación acomodaticia de la política monetaria estadounidense podría producir importantes efectos de contagio tanto a las economías avanzadas como a las de mercados emergentes, a medida que se ajustan las carteras y se revaloran los riesgos.

En medio de este cambiante entorno mundial, las economías de mercados emergentes afrontan sus propios retos de transición, pero con diferencias sustanciales de un caso a otro. Los balances públicos y privados se han apalancado más desde comienzos de la crisis y, por ende, son más sensibles a la evolución de las condiciones internas y externas. Los desequilibrios macroeconómicos se han agudizado en una serie de economías en los últimos años, en tanto que la mayor participación de inversionistas extranjeros en los mercados de bonos nacionales expone algunas economías a una fuente adicional de volatilidad y de presión sobre los flujos de capital.

Esta situación ha producido un “desajuste sistémico de liquidez”; es decir, una disyunción entre la posible escala de las salidas de capital y la capacidad de las instituciones y los creadores de mercado locales (en particular, los bancos internacionales) para intermediarlas. Este estrangulamiento podría ampliar el impacto de todo shock generado por otras economías y exacerbar el impacto en los precios de los activos, particularmente si los administradores de activos buscan cubrirse de las exposiciones tomando posiciones en mercados más líquidos pero ajenos. El desajuste podría producir situaciones en las que las autoridades tuvieran que proporcionar liquidez a determinados mercados en problemas para que pudieran seguir funcionando los mercados de dinero y de bonos locales y para contener los efectos de contagio entre las economías.

El informe sugiere que en las economías de mercados emergentes las empresas en muchos casos tienen suficientes defensas como para resistir shocks internos o internacionales normales, aunque algunas vulnerabilidades son evidentes. En un escenario adverso y severo en el que los costos suben y las ganancias se deterioran significativamente, la deuda en situación de riesgo en manos de empresas debilitadas y muy apalancadas podría aumentar US\$740.000 millones, elevándose en promedio al 35% de la deuda empresarial total en la muestra de empresas. En la mayoría de las economías de mercados emergentes, la rentabilidad y los colchones de capital bancario declarados en general siguen siendo elevados y deberían bastar para absorber los shocks moderados de las empresas no financieras. Sin embargo, en varias economías, la debilidad de las provisiones bancarias y la disminución de los niveles de capital bancario podrían generar dificultades en caso de que empeoraran aún más los balances del sector empresarial.

En China el desafío para las autoridades consiste en manejar una transición ordenada hacia una mayor disciplina de mercado en el sistema financiero, incluyendo la eliminación de las garantías implícitas. Como parte de este proceso, los inversionistas y los prestamistas tendrán que cargar con parte del costo de anteriores excesos financieros, y los precios de mercado tendrán que ajustarse para reflejar los riesgos con más precisión. Es importante encontrar el ritmo óptimo. Si el ajuste es demasiado rápido, existe el riesgo de que produzca trastornos; si es demasiado lento, permitirá que las vulnerabilidades continúen acumulándose. Otros factores clave para que se concrete una transición ordenada incluyen mejorar la capacidad del banco central para afrontar cambios impredecibles de la demanda de liquidez, implementar a tiempo la garantía de depósitos y la liberalización de las tasas de interés, y reforzar el marco de resolución de instituciones financieras en quiebra.

En la zona del euro las políticas implementadas a escala nacional y europea están respaldando la transición hacia un marco de integración más sólido, pero aún hay desafíos importantes. La reestructuración del sector empresarial endeudado en la zona del euro se ha visto estancada porque no ha concluido el saneamiento de los balances de los bancos. Además, las condiciones de crédito siguen siendo difíciles en las economías de la zona que soportan tensiones. La actitud del mercado con respecto a los bancos y las entidades soberanas de la zona del euro sometidas a tensiones ha mejorado notablemente, pero es posible que esa actitud se haya adelantado al proceso de saneamiento de los balances que aún es necesario. Por lo tanto, las autoridades europeas tienen que impulsar una evaluación rigurosa y transparente de la salud actual del sistema bancario, y luego llevar a cabo con determinación el saneamiento de los bancos y la liquidación de las instituciones que ya no sean viables.

También se precisan otras medidas para mejorar los canales de crédito no bancario y de participaciones de capital. El resultante fortalecimiento tangible de los balances ayudará a apuntalar el optimismo en los mercados financieros.

En Japón la continua aplicación de medidas de expansión monetaria es necesaria pero no suficiente para que el renovado dinamismo económico se afiance. La transición a un mayor crecimiento sostenido y menores riesgos relacionados con la deuda exige la adopción de reformas estructurales persuasivas. Las primeras etapas de la Abeconomía han logrado en buena medida alterar las expectativas deflacionarias, pero para que estos avances se traduzcan en estabilidad financiera y se amplíen se precisarán esfuerzos constantes.

En términos más generales, mantener el impulso y el ímpetu para la reforma y la adopción de políticas adecuadas puede resultar complicado, dado el apretado calendario de elecciones en muchos países. Los riesgos geopolíticos relacionados con Ucrania, si recrudecieran, también podrían plantear una amenaza más grave para la estabilidad. Podrían surgir mayores efectos de contagio que se propagarían más allá de los socios comerciales vecinos si una mayor turbulencia desemboca en un nuevo aumento de la aversión al riesgo en los mercados

financieros mundiales, o si se producen perturbaciones en los ámbitos del comercio y las finanzas. En este contexto, es necesario adoptar medidas de política reforzadas y basadas en la cooperación para ayudar a atenuar los riesgos de recrudescimiento de las turbulencias en la economía mundial, y dichas medidas consisten en reducir los desequilibrios externos y sus consiguientes distorsiones internas y en mejorar la confianza del mercado. Por otro lado, un diálogo más estrecho entre los supervisores en las economías avanzadas y de mercados emergentes debería ayudar a garantizar que la liquidez y el crédito transfronterizos no sufran trastornos.

En el capítulo 2 se analiza el cambiante panorama de la inversión de cartera en las economías de mercados emergentes a lo largo de los últimos 15 años. Los mercados financieros de dichas economías se han tornado más profundos y globalizados. La mayor participación directa de los inversionistas mundiales ha estimulado el desarrollo de segmentos de nuevas clases de activos, como por ejemplo mercados de deuda soberana denominada en moneda nacional. Asimismo, la composición de los inversionistas ha variado, y los fondos colocados en bonos han adquirido un papel más preponderante, en especial los fondos denominados en moneda nacional, los fondos abiertos con opciones favorables de reembolso y los fondos que invierten solo de manera oportunista en economías de mercados emergentes. El capítulo 2 se basa en diversos métodos y en datos relativamente poco estudiados para examinar la incidencia de estos cambios en la estabilidad de los flujos de cartera y los precios de los activos en las economías de mercados emergentes.

Según el análisis presentado, los cambios en la composición de los inversionistas de cartera mundiales probablemente incrementarán la sensibilidad de los flujos de cartera en general a los shocks financieros mundiales. La proporción de flujos de bonos más volátiles ha aumentado, y la mayor participación extranjera en los mercados locales puede generar una nueva inestabilidad. La creciente actividad de los inversionistas institucionales es potencialmente más estable; pero frente a un shock extremo, estos inversionistas pueden replegarse de manera más drástica y persistente que otros gestores de activos. Si bien las condiciones macroeconómicas internas son tomadas en cuenta, entre los fondos mundiales persiste el comportamiento de rebaño, y hay pocos indicios de que en los últimos 15 años haya aumentado la diferenciación basada en los fundamentos macroeconómicos locales durante las crisis.

No obstante, las economías de mercados emergentes han reducido su sensibilidad a los shocks financieros mundiales gracias a los avances logrados hasta ahora para promover una base de inversionistas locales más amplia, profundizar sus sectores bancarios y sus mercados de capitales y mejorar sus instituciones. La continuación de estos esfuerzos puede ayudar a las economías de mercados emergentes aprovechar las ventajas de la globalización financiera y al mismo tiempo reducir a un mínimo sus costos potenciales.

En el capítulo 3 se analiza la evolución a lo largo de los últimos años de los subsidios implícitos de financiamiento para los bancos considerados demasiado importantes para quebrar. La protección que los gobiernos brindan a dichos bancos da lugar a diversos problemas: desigualdad de condiciones, toma excesiva de riesgos e ingentes costos para el sector público. Dado que no asumen la totalidad del costo de quiebra, los acreedores de las instituciones demasiado importantes para quebrar están dispuestos a proporcionar financiamiento sin prestar mucha atención al perfil de riesgo de estos bancos, lo cual estimula el apalancamiento y la toma de riesgos. Durante la crisis financiera mundial, los gobiernos intervinieron proporcionando grandes cantidades de fondos para apoyar a los bancos en dificultades y salvaguardar la estabilidad financiera, no dejando muchas dudas acerca de su voluntad de rescatar a las instituciones demasiado importantes para quebrar. Estas circunstancias han reforzado aún más los incentivos para que los bancos aumentaran su tamaño, y de hecho, la concentración en el sector bancario en muchas economías se ha incrementado. En respuesta, las autoridades han puesto en marcha reformas financieras de gran alcance para hacer más seguro el sistema financiero, incluida la solución del problema de las instituciones demasiado importantes para quebrar.

El capítulo 3 evalúa si estos esfuerzos en materia de políticas son suficientes para aliviar el problema de las instituciones demasiado importantes para quebrar. Concretamente, investiga la evolución de las ventajas de los costos de financiamiento a las que tienen acceso los bancos de importancia sistémica. La expectativa de recibir apoyo público en el caso de que surjan problemas representa un subsidio público implícito para esos bancos. Este subsidio aumentó en todas las economías durante la crisis. Si bien posteriormente disminuyó en la mayoría de las economías, ha permanecido en niveles elevados, sobre todo en la zona del euro, probablemente debido a los diferentes ritmos de saneamiento de los balances y a las diferencias en las políticas de respuesta a los problemas en el sector bancario. Sin embargo, en todas las regiones sigue siendo alta la probabilidad prevista de que los bancos de importancia sistémica sean rescatados en caso de que atraviesen dificultades.

Si bien hasta ahora no se han implementado todas las medidas, todavía hay margen para reforzar aún más las reformas, entre las que se incluyen el incremento de los requisitos de capital para los bancos de importancia sistémica o la exigencia de una contribución de estabilidad financiera basada en el tamaño de los pasivos de los bancos. También es necesario tomar medidas para facilitar la supervisión y resolución de las instituciones financieras transfronterizas. En estos ámbitos, la coordinación internacional es crucial para evitar nuevas distorsiones y efectos de contagio negativos de un país a otro, los que pueden haberse intensificado debido a las reformas de políticas específicas de cada país.