



Departamento de Mercados Monetarios y de Capital

## La estabilidad financiera mundial aún se encuentra en peligro

Casi cuatro años después del estallido de la crisis financiera más grande desde la Gran Depresión, la estabilidad financiera mundial aún no está asegurada y quedan por superar retos significativos para la política económica. La reestructuración de los balances está incompleta y avanza con lentitud, y el apalancamiento todavía es elevado. La interacción entre los riesgos crediticios soberanos y bancarios en la zona del euro sigue siendo un factor crítico, y se necesitan políticas encaminadas a subsanar las vulnerabilidades del sector fiscal y del sector bancario. A nivel internacional, aún se necesitan reformas regulatorias para afianzar los cimientos del sector financiero. Al mismo tiempo, las políticas acomodaticias de las economías avanzadas y los fundamentos relativamente favorables de algunos países de mercados emergentes están estimulando la afluencia de capitales. Eso significa que las autoridades de los países de mercados emergentes tendrán que vigilar con diligencia los indicios de burbujas de precios de los activos y de niveles excesivos de crédito.

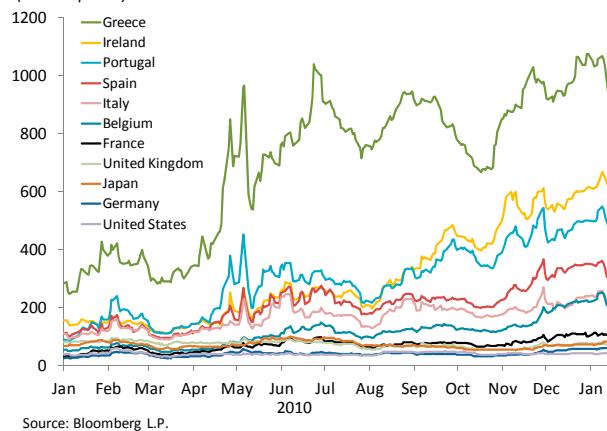
A pesar de que el crecimiento económico mundial se ha acelerado en cierta medida (véase la actualización de *Perspectivas de la economía mundial*), la estabilidad financiera mundial aún no está asegurada. La recuperación mundial a dos velocidades —con un aumento mucho más lento en los países avanzados que en el resto del mundo— continúa planteando retos para la política económica. Las perspectivas de crecimiento lento de las economías avanzadas y la persistente debilidad de sus saldos fiscales han agudizado la sensibilidad del mercado a los riesgos de sostenibilidad de la deuda. Los vínculos evidentes entre los débiles balances de los gobiernos y de los sectores financieros han incrementado las presiones en los mercados de financiamiento de la zona del euro y han producido crecientes tensiones. Al mismo tiempo, las políticas monetarias acomodaticias de los países avanzados y los fundamentos

relativamente favorables de las economías de mercados emergentes han estimulado los flujos de capital hacia estas últimas. Esto crea una presión al alza sobre los mercados de activos de los países receptores y, al mismo tiempo, crea el riesgo latente de que las afluencias se reviertan, lo cual plantea desafíos considerables en torno a la mejor manera de absorber estos flujos.

A pesar de estos factores, el desempeño de los mercados financieros ha sido favorable en lo que va de 2011, producto de un clima económico más positivo, una liquidez abundante y un creciente apetito de riesgo. Los mercados de acciones de los países avanzados y de los países de mercados emergentes han subido desde la edición de octubre de 2010 del informe sobre la estabilidad financiera mundial (*Global Financial Stability Report (GFSR)*).

Los precios de las materias primas han dado un salto: el petróleo, los alimentos, los metales y los insumos primarios han aumentado rápidamente de precio sin excepción. Sin embargo, es notable la ausencia de este tipo de novedades positivas en el caso de las entidades soberanas de muchos países avanzados y sus sistemas bancarios (gráfico 1). De hecho, hay actualmente varios casos en los cuales los diferenciales de los *swaps* de riesgo de incumplimiento del deudor (CDS, por sus siglas en inglés) realizados por entidades soberanas son más altos que en los grandes países de mercados emergentes. Los bancos de esas economías avanzadas también tienen diferenciales de CDS elevados.

**Figure 1. Sovereign Credit Default Swap Spreads  
(In basis points)**

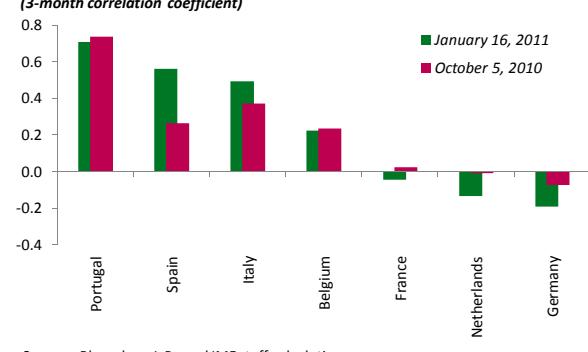


### La interacción entre los riesgos soberanos y los riesgos del sector bancario se ha intensificado

A pesar de las mejoras observadas en las condiciones del mercado desde el informe *GFSR* de octubre de 2010, los riesgos soberanos dentro de la zona del euro se han intensificado globalmente y producido un efecto de contagio a otros países. Los diferenciales de los bonos públicos en algunos casos alcanzaron máximos significativamente superiores a los niveles observados durante la turbulencia del mes de

mayo pasado. Las presiones en Irlanda fueron particularmente fuertes y condujeron a un programa organizado por la Unión Europea, el Banco Central Europeo y el FMI. Las correlaciones entre el promedio de los rendimientos soberanos de Grecia e Irlanda y los rendimientos de Portugal se han mantenido elevadas, pero en los últimos meses aumentaron drásticamente las correlaciones con los rendimientos de España, y en menor medida con los de Italia, a medida que las tensiones se difundieron (gráfico 2).

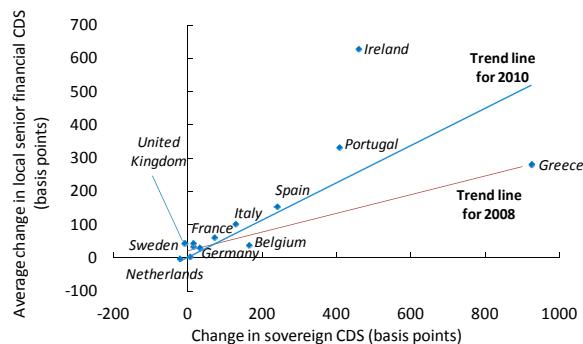
**Figure 2. Ten-Year Government Bond Correlation with Average of Greece and Ireland  
(3-month correlation coefficient)**



Aunque aún está limitada a la zona del euro, la interacción adversa entre los riesgos soberanos y los riesgos bancarios en una serie de países ha recrudecido y ha trastornado algunos mercados de financiamiento. El gráfico 3 muestra que los diferenciales de los CDS contratados para instituciones financieras han experimentado el aumento máximo en los países con tensiones soberanas más pronunciadas, y esta relación es más positiva ahora que en 2008.

En algunos países, los bancos más pequeños y más orientados al mercado interno han visto limitado el acceso a las fuentes privadas de financiamiento mayorista. Muchos bancos que han conservado ese acceso se han enfrentado a

Figure 3. Sovereign and Bank Credit Default Swap Spreads<sup>1</sup>



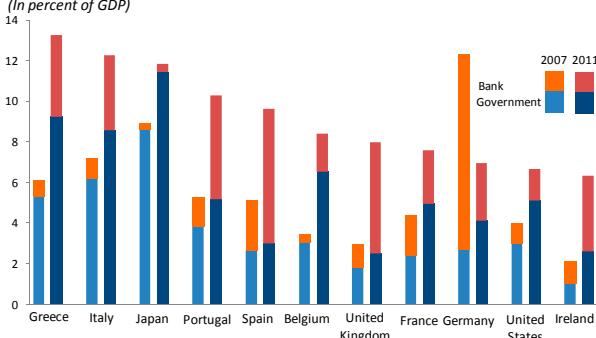
Sources: Bloomberg L.P.; and IMF staff estimates.

<sup>1</sup>January 2010 to December 2010. Data points not labeled are for Austria, Denmark, and Norway.

costos más elevados y pueden captar crédito únicamente a plazos muy cortos.

Varios países, al igual que sus principales bancos, enfrentan necesidades de financiamiento sustanciales en 2011, ya que los coeficientes de deuda bancaria/PIB y deuda soberana/PIB se han incrementado sustancialmente en los últimos años (véase la actualización del informe *Fiscal Monitor* del FMI y el gráfico 4). Como consecuencia de la confluencia de presiones de financiamiento y vulnerabilidades continuas en el sector bancario, los sistemas financieros se encuentran en condiciones frágiles y sumamente vulnerables al deterioro de la actitud del mercado.

Figure 4. Government and Bank Bonds Due (In percent of GDP)



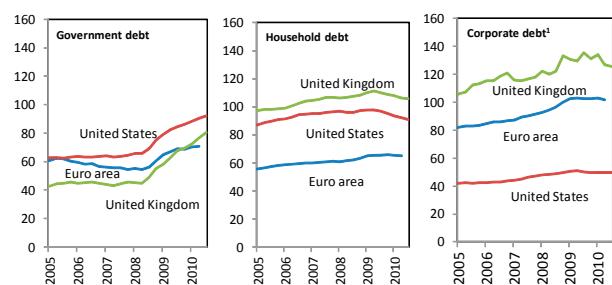
Sources: Dealogic; IMF, World Economic Outlook database; and IMF staff calculations.

Note: The first stacked bar for each country is for bonds that were due in 2007 and the second stacked bar is for bonds due in 2011. In order to compare current funding needs with the past the dataset only includes a subset of total bonds due and so does not reflect total funding needs. The chart also does not include interest payments.

## Escaso avance del desapalancamiento

La acumulación de deuda bruta en el sector privado de una serie de mercados avanzados en la mayoría de los casos se ha revertido solo en parte, si acaso (gráfico 5).

Figure 5. Debt to GDP, by Sector



Sources: Haver Analytics; and IMF staff calculations.

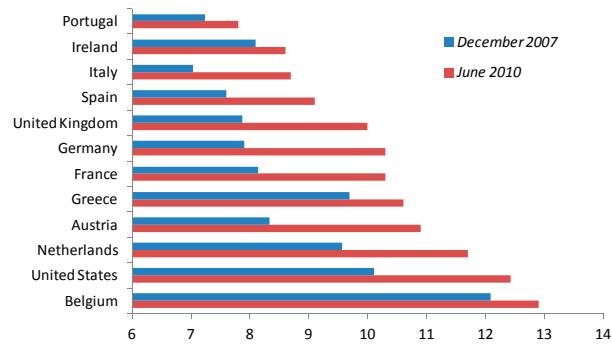
<sup>1</sup>Corporate debt refers to non-financial corporate loans and bonds issued.

Los coeficientes deuda del sector privado/PIB deberían disminuir poco a poco a medida que la actividad económica vaya repuntando, pero los elevados niveles de deuda actuales y el usual rezago de las pérdidas crediticias respecto de la recuperación aún podrían generar riesgos para el sistema bancario.

Los sistemas bancarios de la mayoría de los países han reducido sus vulnerabilidades incrementando los coeficientes de capital de nivel I (gráfico 6). Sin embargo, ha sido más difícil lograr mejoras en la estructura de financiamiento. Además, algunos sistemas bancarios de la zona del euro son particularmente vulnerables al deterioro de la calidad crediticia de sus tenencias de deuda soberana. Todavía existen riesgos incluso para los países que se encuentran en una posición más favorable desde ambos ángulos. En Estados Unidos, los préstamos en mora vinculados al sector inmobiliario comercial y residencial continúan generando riesgos a la

baja para los balances de los bancos, y el coeficiente deuda pública/PIB continúa siendo elevado.

**Figure 6. Banking System Tier 1 Capital Ratios  
(In percent)**



Sources: EU Consolidated Banking Data; and Federal Deposit Insurance Corporation.

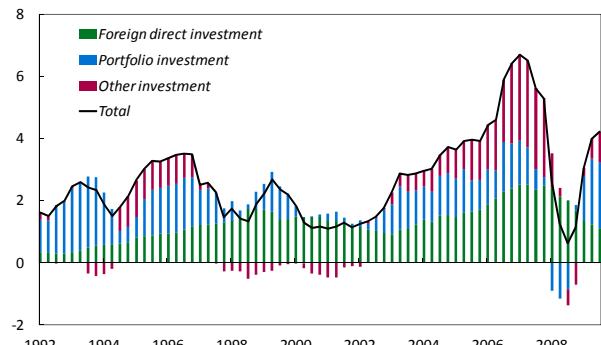
En algunos países, los niveles aún elevados de deuda privada probablemente desalienten tanto la demanda de crédito del sector privado como la disposición de los bancos a otorgar crédito, frenando la recuperación económica. Aunque las políticas monetarias acomodaticias son adecuadas para contribuir a estimular la recuperación, las bajas tasas de interés y el uso de la expansión cuantitativa pueden tener efectos colaterales adversos para la estabilidad financiera, entre otras cosas alentando inversiones más riesgosas. El bajo nivel de las tasas también plantea un desafío para los inversionistas en renta fija como los fondos de pensiones y las empresas de seguros que dependen de activos de mayor rentabilidad para cubrir sus pasivos fijos a largo plazo.

## Resurgimiento de los flujos de capital hacia las economías de mercados emergentes

El afianzamiento de los fundamentos económicos en algunos mercados emergentes clave, junto con el bajo nivel de las tasas de interés en los países avanzados, ha conducido a

un repunte de los flujos de capital, que habían disminuido significativamente en lo peor de la crisis financiera. Las entradas netas en los países de mercados emergentes ahora rondan 4% del PIB en términos agregados (gráfico 7). Comparativamente, antes de la crisis las entradas superaban 6% del PIB. La afluencia de capitales ha estado acompañada de un fuerte aumento de la emisión de acciones y bonos, lo cual podría limitar algunos de los efectos en el precio de estos activos.

**Figure 7. Capital Flows to Emerging Markets  
(Net liabilities, percent of aggregate GDP, 4-quarter moving average)**



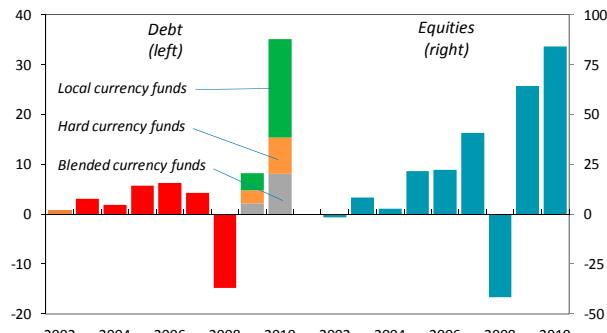
Sources: IMF, International Financial Statistics; Haver Analytics; and IMF staff estimates.

Estos flujos de capital en parte podrían estar impulsados por factores estructurales que explican el cambio de las decisiones de asignación de activos de inversionistas institucionales que en este momento tienen una opinión más favorable de los activos de los mercados emergentes. Sin embargo, estos flujos también responden al arbitraje de tasas de interés entre divisas, una operación en la cual los inversionistas esperan beneficiarse de los diferenciales entre las tasas de interés y de las expectativas de apreciación del tipo de cambio. Esas expectativas a menudo acompañan a políticas diseñadas para limitar provisionalmente la apreciación cambiaria. Las tasas de interés a término muestran que el diferencial actual entre las tasas de política monetaria de los países emergentes y de los

países avanzados tiene perspectivas de aumentar, lo cual incentivará más el arbitraje de tasas de interés entre divisas. Eso sugiere una vulnerabilidad en caso de que ocurriera, entre otras cosas, un aumento inesperado de las tasas de interés de los países avanzados, un cambio de las perspectivas de crecimiento de los países de mercados emergentes, o un aumento de la aversión al riesgo.

La afluencia de capitales por lo general es beneficiosa para los países receptores, pero si es sostenida puede tensionar la capacidad de absorción de los sistemas financieros locales. Los flujos minoristas destinados a fondos comunes de inversión en acciones y títulos de deuda han sido abundantes, particularmente en el caso de los fondos accionarios, y podrían dar lugar a la formación de burbujas de precios de los activos si la oferta de activos locales es limitada (gráfico 8).

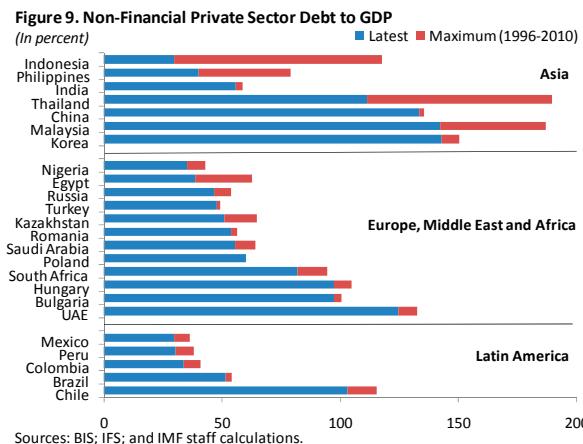
**Figure 8. Annual Retail Flows to Emerging Market Debt and Equity Mutual Funds**  
(In billions of U.S. dollars)



Sources: EPFR; and IMF staff estimates.

Aunque la mayoría de los indicadores de la valoración bursátil se encuentran dentro de límites históricos, parecen estar formándose focos de intensa actividad en los mercados accionarios de Chile, Colombia y México, y en menor medida, en la RAE de Hong Kong, India y Perú.

La afluencia de capitales también puede conducir a un aumento rápido del endeudamiento del sector privado en los países receptores. Como muestra el gráfico 9, en algunas economías de Asia y de América Latina la deuda privada no financiera se está acercando a los coeficientes máximos registrados entre 1996 y 2010 (Brasil, Chile, China, Corea e India, por ejemplo)<sup>1</sup>. Aunque en algunos países el cambio puede representar una profundización financiera y una evolución saludable del mercado, en otros podría ser indicio de un aumento del riesgo, y es importante que las autoridades se mantengan alertas.



Otro síntoma de la fuerte afluencia de capitales es que las entidades con calificación más baja gozan de mayor acceso a los mercados para emitir deuda, lo cual reduce la calidad promedio de los activos en manos de los inversionistas. Durante los dos últimos años ha aumentado la proporción de deuda emitida por estas entidades.

<sup>1</sup> La deuda del sector privado incluye el crédito bancario nacional y transfronterizo y la deuda corporativa nacional e internacional.

## Prioridades para las políticas

Se deben tomar medidas para asegurarse de que se lleven a cabo la reestructuración y el saneamiento de los balances que resultan necesarios —tanto en el caso de los bancos como de las entidades soberanas— y para que avancen las reformas regulatorias.

Se está agotando el tiempo ganado con las extraordinarias medidas de apoyo desplegadas en los últimos años. Las bajas tasas de interés, cercanas a cero, probablemente produzcan un efecto decreciente con el correr del tiempo. Además, el estímulo fiscal y un nuevo respaldo gubernamental al sector financiero son propuestas cada vez menos viables en el terreno político. Está claro que el respaldo monetario y fiscal puede ser útil a corto plazo, pero no puede ocupar el lugar de soluciones estructurales a problemas de larga data. Esas soluciones deben subsanar el riesgo soberano y las fragilidades financieras de manera holística y exhaustiva.

## Romper el círculo vicioso entre el riesgo soberano y el riesgo financiero

Es necesario atacar la raíz del problema de muchos de los países golpeados por la crisis: la interacción perjudicial entre el riesgo soberano y el riesgo del sector financiero. Esto tiene especial relevancia para los países de la zona del euro, donde, a pesar del establecimiento de instrumentos para toda la zona, los mercados continúan preocupados por la ausencia de una estrategia suficientemente exhaustiva y congruente para sanear los balances fiscales y el sistema financiero.

Todos los países con niveles de deuda desproporcionados —dentro y fuera de la zona del euro— deben lograr un avance mayor, ambicioso y creíble a mediano plazo, con las estrategias de consolidación fiscal, junto con una mejor gestión de la deuda pública basada en los Principios de Estocolmo<sup>2</sup>. En particular, en los países que enfrentan presiones de financiamiento persiste la necesidad de que las autoridades convenzan a los mercados de que podrán y lograrán reducir la dependencia del refinanciamiento y prolongar la estructura de vencimientos de su deuda. Este proceso inevitablemente implicará otras políticas; en particular, medidas estructurales encaminadas a respaldar el crecimiento potencial. Ha habido un avance sólido en esta dirección en varios países de la zona del euro, pero aún es necesario continuar progresando. En Estados Unidos, el retraso de una estrategia creíble para la consolidación fiscal a mediano plazo terminaría haciendo subir las tasas de interés internas, lo cual repercutirá en los costos de endeudamiento de otras economías. Cuanto más se atasque la estabilización fiscal, más probabilidades habrá de un aumento más brusco del rendimiento de los títulos del Tesoro, lo cual podría provocar trastornos en los mercados financieros internacionales y la economía mundial. Otro país con elevados niveles de deuda —Japón—, también necesita seguir esforzándose por reducirlos y por lograr la sostenibilidad fiscal frente al envejecimiento de la población.

Al mismo tiempo, es necesario emprender el saneamiento del sistema financiero, afianzando el sector bancario mediante medidas

---

<sup>2</sup>Véase la versión completa de los Principios en [www.imf.org/external/np/mcm/Stockholm/principles.htm](http://www.imf.org/external/np/mcm/Stockholm/principles.htm).

correctivas bien focalizadas, suprimiendo los riesgos extremos y estableciendo un mejor sistema regulatorio.

En la Unión Europea, se necesitarán las medidas enumeradas a continuación para despejar la incertidumbre y contribuir a restablecer la confianza en los mercados.

- Se necesitan nuevas pruebas de resistencia rigurosas y creíbles en el sector bancario, junto con planes de seguimiento con plazos firmes para la recapitalización y la reestructuración de las instituciones viables y subcapitalizadas, y la clausura de las instituciones no viables.
- Debería ampliarse el tamaño efectivo de la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera y flexibilizarse sus objetivos. En los países cuyo sistema bancario representa una gran proporción de la economía, en este momento resulta aún más esencial dejar asegurado el acceso a fondos suficientes, trascendiendo el respaldo a escala nacional de ser necesario.
- Se deben establecer mecanismos de resolución aplicables en toda la zona del euro, y afianzarlos de ser necesario. El establecimiento de un marco de resolución bancaria paneuropeo con un respaldo fiscal que abarque la totalidad de la Unión Europea contribuiría a desacoplar el riesgo soberano y el riesgo bancario.
- El Banco Central Europeo tendrá que continuar suministrando liquidez a los bancos que la necesitan y mantener activo su programa para mercados de

valores, reconociendo a la vez que se trata de un conjunto provisional de medidas y que no solucionará los problemas de base.

En Estados Unidos, es necesario hacer frente a los vientos en contra generados por los daños que continúan sufriendo los mercados inmobiliarios.

- Es importante encontrar maneras de mitigar los vínculos macrofinancieros negativos derivados de la gran oferta latente de casas en venta (es decir, propiedades ya en proceso de ejecución hipotecaria, o bajo hipotecas que previsiblemente caerán en mora). Esta oferta probablemente deprima los precios de la vivienda durante cierto tiempo y exacerbe los problemas creados por la reducción del patrimonio inmobiliario a valores que no cubren las hipotecas contraídas. También es necesario tomar medidas para reavivar los mercados de titulización, y al mismo tiempo evitar que los productos de crédito estructurado atenten contra la estabilidad sistémica.
- Como lo recalcaron las conclusiones del reciente Programa de Evaluación del Sector Financiero, es necesario reorganizar el sistema de financiamiento de la vivienda de Estados Unidos; entre otras cosas, el papel que desempeñan las entidades hipotecarias semipúblicas. Estas podrían ser privatizadas o transformadas en empresas de servicios públicos con una garantía explícita (y explícitamente financiada). Las autoridades no deberían demorarse en crear un plan de acción para el futuro.

En muchos países avanzados, es necesaria una reestructuración de las operaciones y de los balances bancarios para mantener la viabilidad a largo plazo de las instituciones financieras y, por ende, para reducir la presión implícita sobre los balances soberanos de estos países. En algunos sistemas bancarios, los problemas son menos cílicos y de naturaleza más estructural; a saber, una rentabilidad crónicamente baja y líneas comerciales en vías de extinción. Si no es posible aportar una solución duradera, se necesitan mecanismos de resolución eficaces que puedan proteger la estabilidad financiera en un sistema financiero internacional cada vez más complejo e interconectado y, en última instancia, permitan que las pérdidas recaigan en los acreedores, y no en los contribuyentes. Los gobiernos deben plantearse cuidadosamente cómo lograr que las instituciones financieras grandes resulten menos peligrosas para la estabilidad sistemática global y los balances soberanos, a través de mejores estructuras de capital y posiblemente de restricciones al alcance y al grado de riesgo de sus actividades.

### **La reforma regulatoria debe continuar**

A nivel internacional, la reforma regulatoria ha estado avanzando, pero cada vez más aquejada por la fatiga y la tremenda complejidad de las cuestiones en juego. Se ha progresado en la regulación bancaria microprudencial encaminada a asegurar la solidez de instituciones individuales, aunque aún hay importantes lagunas. La formulación de políticas macroprudenciales, que pretende proteger la estabilidad del sistema financiero en su conjunto, aún se encuentra en su fase inicial en la mayoría de los países, y existe el temor de que puedan acumularse nuevamente vulnerabilidades sistemáticas antes de haber logrado un avance sólido para impedirlas. Los sistemas financieros tendrán que ajustarse a las

nuevas reformas, incluso a medida que la recuperación se afiance y las tasas de interés suban. Esto será más difícil para los países, como Japón, que han tenido tasas de interés bajas y han acumulado deuda a lo largo de un período prolongado.

Se están estableciendo nuevas entidades para mejorar la supervisión sistemática. Estas deberían apresurarse a recopilar y analizar datos y a brindar asesoramiento en materia de políticas, especialmente teniendo en cuenta que los bajos niveles actuales de las tasas de interés bien podrían estar preparando el terreno para nuevas vulnerabilidades financieras. El nuevo Consejo Europeo de Riesgo Sistémico inició su labor este mes, y los mercados estarán muy atentos a recomendaciones y advertencias contundentes sobre el riesgo. En Estados Unidos, el nuevo Consejo de Supervisión de Estabilidad Financiera, que ya ha comenzado a reunirse con regularidad, necesita demostrar que se han mejorado los mecanismos de estabilidad financiera y la estructura regulatoria que los rodea a la luz de las lecciones extraídas de la crisis.

Se están formulando pautas para identificar las instituciones financieras sistemáticamente importantes y medir su contribución al riesgo sistemático, pero aún no se ha decidido cómo mitigar los riesgos que plantean para el sistema financiero. En particular, una cuestión espinosa aún pendiente es cómo tratar con las instituciones y los mercados no bancarios sistemáticamente importantes. También quedan por definir métodos para mejorar la calidad de la supervisión y producir un programa de resolución transfronteriza plenamente funcional.

## Cómo hacer frente a la afluencia de capitales

La necesidad de políticas macroprudenciales también es muy relevante para las economías de mercados emergentes cuya capacidad de absorción de los flujos de capital es limitada. Dichas políticas complementan, y no reemplazan, a las políticas macroeconómicas tradicionales. Hasta el momento, las burbujas de precios de los activos y el auge de crédito parecen estar limitados a algunos sectores de algunos países, pero la afluencia de capitales accionarios y el arbitraje de tasas de interés entre divisas son en general bastante vigorosos y habrá que vigilar estos flujos con cuidado, particularmente cuando pueda haber apalancamiento de por medio.

Las autoridades tendrán que mantenerse atentas y actuar a tiempo si estas entradas generan presiones, ya que las políticas tardan en surtir efecto. Los países que enfrentan una afluencia fuerte de capitales y mantienen políticas procíclicas tendrán que adoptar una orientación más neutral. Los países con tipos de cambio subvaluados deberían permitir que ese mecanismo de precios entre en funcionamiento para contribuir a neutralizar las presiones de la afluencia de capitales. Sin embargo, si la apreciación de la moneda no es posible, se debería recurrir a otros medios, como la política monetaria o fiscal. Con todo, quizá sea necesario complementar las políticas de respuesta macroeconómicas con medidas macroprudenciales reforzadas (por ejemplo, coeficientes préstamo/valor más altos, restricciones a la composición del financiamiento) y, en algunos casos, controles de capital.

\* \* \*

En términos generales, aunque se han logrado avances y la mayoría de los sectores financieros se están recuperando, persisten riesgos para la estabilidad financiera internacional. Los problemas de Grecia, y ahora de Irlanda, han puesto nuevamente sobre el tapete la sostenibilidad de la deuda soberana y la salud del sector bancario en un grupo más amplio de países de la zona del euro y, posiblemente, de otras regiones. La actual interacción perjudicial entre la estabilidad del sistema financiero y la sostenibilidad de la deuda soberana debe abordarse con un criterio integral, para romper el círculo vicioso que podría repercutir más allá de los países más pequeños de la zona del euro. Sigue siendo crucial avanzar con el programa de reforma regulatoria, tanto para las instituciones como para los mercados. De lo contrario, será difícil lograr una estabilidad financiera mundial y un crecimiento sostenible.