

Informe sobre la estabilidad financiera mundial

Octubre de 2009

RESUMEN GENERAL

Los riesgos sistémicos se moderaron sustancialmente tras la adopción de medidas de política históricas y la aparición de los primeros indicios de mejora de la economía real. Crece la confianza en que ya pasó el peor momento para la economía mundial, y eso apuntala la reanimación de los mercados financieros. Sin embargo, el riesgo de que vuelva a intensificarse el círculo vicioso entre el sector real y el sector financiero seguirá siendo considerable mientras los bancos continúen tensionados y los hogares y las instituciones financieras necesiten reducir el apalancamiento. Aunque los indicadores del riesgo soberano son más bajos que hace seis meses, la transferencia de riesgos financieros a las autoridades fiscales, sumada a la carga financiera que representa el estímulo fiscal, plantea inquietudes en cuanto a un posible desplazamiento del sector privado y a la sostenibilidad de las finanzas del sector público. Estas vulnerabilidades ponen de relieve la necesidad de fortalecer la intermediación financiera, restablecer la salud del sistema financiero y, en su momento, reducir los riesgos privados que están soportando los balances soberanos. Habrá que proceder con cuidado al dismantelar el respaldo público para evitar desencadenar una segunda crisis como consecuencia de un retiro prematuro o poner en peligro la credibilidad monetaria y fiscal como consecuencia de un retiro tardío. La autocomplacencia constituye ahora un riesgo: los problemas del sistema bancario podrían quedar irresueltos y las reformas regulatorias tan necesarias podrían verse postergadas o diluidas. Las autoridades deben apresurarse a planificar un marco regulatorio que mitigue la acumulación de riesgos sistémicos, afirme las expectativas y apuntale la confianza, contribuyendo así a un crecimiento económico sostenido.

Perspectivas

Las perspectivas inmediatas del sistema financiero mejoraron notablemente desde la edición de abril de 2009 del informe *Global Financial Stability Report (GFSR)* (informe sobre la estabilidad financiera mundial) y los riesgos de cola extremos se moderaron. Los mercados financieros repuntaron, los riesgos de los mercados emergentes disminuyeron, los bancos captaron capitales y los mercados de financiamiento mayorista volvieron a abrir las puertas. Aun así, los canales de crédito siguen dañados y la recuperación económica probablemente sea lenta. El capítulo 1 comienza describiendo la senda hacia el restablecimiento de una intermediación crediticia sana y los riesgos a corto plazo que podrían interrumpirlo, entre ellos la creciente carga del financiamiento soberano. A continuación, examina la gestión de las políticas a corto plazo para crear un trasfondo seguro para la reactivación económica y dismantelar el apoyo público extraordinario concedido al sistema financiero. También se analizan algunas opciones a mediano plazo sobre políticas encaminadas a dar nueva forma al paisaje financiero.

Los riesgos sistémicos extremos disminuyeron, pero la autocomplacencia en torno al saneamiento del sistema bancario sigue siendo preocupante.

Una cuestión candente es si el sistema financiero puede proporcionar el crédito necesario para sustentar la recuperación económica. Últimamente, los balances bancarios se ven favorecidos por campañas de movilización de capitales y niveles positivos de utilidades. Aun así, persiste la grave preocupación de que el deterioro del crédito siga comprimiéndolos. De acuerdo con nuestro análisis, los bancos estadounidenses ya superaron el punto intermedio del ciclo de pérdidas proyectado hasta 2010, en tanto que en Europa el reconocimiento de las pérdidas está menos adelantado debido a las diferencias del ciclo económico.

Aunque el aumento de las utilidades bancarias está respaldando la capitalización, seguramente no compensará del todo las rebajas contables durante los 18 próximos meses. Además, es probable que las utilidades en su estado estable sean inferiores a los registros previos a la crisis. Una campaña más vigorosa por subsanar los activos dañados estimulará las utilidades de los bancos y robustecerá el crédito. Se prevé que el endurecimiento de la regulación bancaria que se encuentra en marcha reducirá el ingreso neto y encarecerá el autoaseguro al incrementar los niveles de capitalización y liquidez.

Los riesgos de crisis en los mercados emergentes se aligeraron, pero persisten las vulnerabilidades.

En los mercados emergentes, los riesgos de cola disminuyeron gracias a la adopción de políticas enérgicas, entre ellas el aumento de los recursos del FMI. Las tensiones financieras se suavizaron sustancialmente en las economías emergentes de Europa, pero las vulnerabilidades siguen siendo agudas. Los bancos de Europa occidental parecen ser capaces de absorber el empeoramiento de las condiciones de crédito en las economías emergentes del continente, pero quizá no tengan suficiente capital como para sustentar la recuperación de la región. Asia y América Latina fueron los mayores beneficiarios de la estabilización de los mercados principales y de la reanimación de las entradas de cartera. Aunque los flujos internacionales hacia la deuda de los mercados emergentes se reavivaron, están dirigidos más que nada hacia los prestatarios mejor calificados, con lo cual muchas empresas —sobre todo de las economías emergentes europeas— enfrentan riesgos de refinanciamiento considerables. Las políticas financieras deben continuar promoviendo el ajuste ordenado de los balances de los bancos, las empresas y los hogares. También ayudaría la concertación de acuerdos encaminados a mantener o incluso incrementar canales de financiamiento bancario transfronterizo sostenible.

Los canales de crédito dañados pueden tener dificultades para atender una demanda incluso anémica del sector privado.

En vista de las presiones hacia el despalancamiento bancario y las dislocaciones de los mercados de titulización, contemplamos una caída de la oferta de crédito bancario durante

el resto de 2009 y entrado 2010, tanto en Estados Unidos como en Europa. Comparada con la demanda proyectada de crédito de los sectores público y privado, la oferta ex ante parece ser insuficiente incluso para una demanda anémica del sector privado. En consecuencia, podría intensificarse la presión sobre las tasas de financiamiento y podría reducirse el crédito necesario para sustentar la recuperación. Los resultados ponen de relieve los ámbitos que probablemente sufran la restricción más fuerte de crédito y donde se necesitan intervenciones prolongadas para asegurar un flujo de crédito adecuado, sobre todo en vista del objetivo de las autoridades de mantener bajas las tasas de interés.

La transferencia de riesgos privados a los balances soberanos debe manejarse con cuidado.

La transferencia del riesgo a los balances públicos como resultado del salvataje del sistema financiero y de los programas de estímulo fiscal plantea la inquietud de que la emisión sin precedentes de deuda soberana empuje al alza las tasas de interés y vulnere la incipiente recuperación. En ese sentido, la capacidad crediticia podría tener dificultades para satisfacer una demanda incluso tímida del sector privado, en tanto que el deterioro de las finanzas públicas podría comprometer la solvencia soberana. Los países deben mitigar este riesgo elaborando y comunicando planes de consolidación fiscal a mediano plazo que tengan en cuenta las políticas de estabilización del sector financiero y los pasivos contingentes.

Las instituciones financieras deberán reestructurarse más a fondo para poder prestar y respaldar la recuperación económica.

Dadas las limitaciones de la capacidad crediticia, la tarea de evacuar los activos dañados e ilíquidos de los balances bancarios y reavivar la titularización no deja mucho margen para la autocomplacencia. Antes de cerrar del todo el suministro de liquidez y financiamiento, las autoridades de muchas jurisdicciones deberán proceder a la profundización de la reforma financiera y la resolución de los bancos débiles. Eso exige redoblar los esfuerzos por incrementar la capitalización bancaria y expurgar los balances bancarios de los activos problemáticos. Las pruebas de estrés oficiales son instrumentos importantes para diagnosticar la condición de los bancos y elaborar estrategias adecuadas de recapitalización de las instituciones viables y de resolución cuidadosa de las instituciones no viables. Sin embargo, la divulgación pública de los resultados de cada banco debe contemplarse únicamente si se pueden presentar simultáneamente correctivos eficaces de las deficiencias de capital. La ausencia de divulgación no debe implicar la ausencia de esos correctivos, de ser necesarios.

Los incentivos son críticos para reparar y reactivar la titulización.

Dada la importancia de subsanar la intermediación del crédito, el capítulo 2 examina el papel de la titulización privada y las propuestas para reactivar el mercado. Se necesitará una combinación de regulaciones nuevas y mejores prácticas del sector privado para alinear los incentivos de las instituciones que participan en la titulización y evitar contribuir una vez

más a la inestabilidad sistémica. Al reformular la regulación y las prácticas de mercado, es necesario conservar los beneficios de transferir el riesgo crediticio fuera del sistema bancario y la capacidad de los prestamistas para diversificar las fuentes de financiamiento.

El capítulo sugiere que el afianzamiento del mercado privado de titulización exige medidas de política en diferentes ámbitos; entre ellos, la supervisión de las calificadoras de crédito, las prácticas contables, los cargos de capital y las políticas de retención. Estas medidas deben coordinarse entre reguladores a escala nacional e internacional. El capítulo ilustra los peligros de la falta de coordinación, examinando el impacto de las políticas de retención y las exigencias de capital impuestas a los originadores, y muestra que estas, en algunos casos, quizá no alienten la selección y la vigilancia, y en otros, transforman la titulización en una actividad prohibitivamente costosa. Estudiar cuidadosamente el impacto antes de poner en práctica nuevas regulaciones permitirá reconocer anticipadamente su interacción y el riesgo de consecuencias imprevistas perjudiciales.

El capítulo también examina los beneficios y los costos de emitir bonos cubiertos, que mancomunan los flujos de efectivo procedentes de los préstamos pero los conservan en los libros del emisor. La ventaja de este método es que el emisor tiene incentivos para seleccionar y vigilar los préstamos, pero como debe conservarlos en el balance y mantener capital suficiente para cubrirlos, la titulización resulta menos beneficiosa. Con todo, las ventajas del financiamiento al estilo de los mercados de capital —mediante la venta de bonos a inversionistas— promueven la intermediación. La conclusión general del capítulo es que también debería propugnarse este modelo con la legislación y la regulación adecuadas.

Políticas necesarias para apuntalar la recuperación y la reforma del sistema financiero

La respuesta frente a las dislocaciones de los mercados de financiamiento y de crédito no tiene precedentes, y aunque es difícil extraer conclusiones definitivas sobre los beneficios a más largo plazo, los primeros datos son generalmente alentadores. El capítulo 3 echa un primer vistazo al impacto a muy corto plazo y a los efectos más a mediano plazo de las políticas convencionales e inusitadas adoptadas, para determinar entre otras cosas si estabilizaron los mercados financieros en el momento en que fueron anunciadas.

Algunas políticas poco convencionales proporcionaron más respaldo que otras.

El capítulo examina el impacto de los anuncios de intervención de 13 economías avanzadas. Los encaminados a sustentar la liquidez tuvieron un máximo de eficacia antes de los sucesos de Lehman Brothers, pero no tanta cuando quedó en claro en varios países que el núcleo de la crisis financiera se había trasladado de la liquidez a la solvencia. Del mismo modo, los anuncios de inyecciones de capital fueron lo que mejor logró reducir el riesgo de impagos bancarios luego de los sucesos de Lehman, junto con el anuncio del uso eventual de compras de activos. Otro resultado importante es que las intervenciones orientadas a las instituciones o los mercados nacionales tuvieron efectos indirectos importantes en otros

países, de una magnitud a veces mayor que en el país de origen. Esto subraya la importancia crítica de la coordinación de las respuestas económicas.

Aunque sería prematuro evaluar con seguridad los efectos a más largo plazo de estas medidas, los primeros datos llevan a pensar que algunos mecanismos lograron respaldar las actividades de financiamiento y emisión. Entre los ejemplos cabe citar las garantías de obligaciones bancarias instituidas por varios países; el mecanismo estadounidense de préstamo a plazo de títulos respaldados por activos, con su impacto en los diferenciales del mercado secundario, y la emisión de títulos respaldados por activos para reactivar el crédito al consumidor, y la decisión del Banco Central Europeo de adquirir directamente bonos cubiertos, lo cual ayudó a estrechar los diferenciales y reavivar la emisión.

Es demasiado pronto para retirar las políticas oficiales de apoyo, pero se necesita una estrategia de desmantelamiento.

Aunque no es momento de desmantelar por completo todas las políticas inusitadas que se pusieron en marcha —y de hecho en algunos países quizá se necesiten todavía recursos públicos adicionales—, sí corresponde que las autoridades decidan y comuniquen cómo lo harán y en qué orden. Fijar los tiempos es complicado porque algunas políticas pueden ser eficaces aun si tienen un uso limitado, ya que pueden estar reforzando la confianza o sirviendo de respaldo a una clase de instituciones o inversionistas.

El capítulo 3 esboza algunas reflexiones sobre modalidades y tiempos. En general, si un servicio puede eliminarse paulatinamente incrementando su costo o reduciendo su disponibilidad paso a paso, se puede intentar ir privando de a poco de ese respaldo al sector privado. Las políticas de costo elevado o desproporcionado en comparación con los beneficios deben ser los primeros candidatos a la eliminación, al igual que las que distorsionan significativamente los mercados financieros. Es importante señalar que, dado el alcance internacional de la crisis y los tipos de política poco ortodoxa utilizados, se debe prestar atención al impacto transfronterizo de desmantelar estas medidas; la coordinación podría ser útil, sobre todo al suprimir las garantías de la deuda bancaria, ya que pueden surgir oportunidades de arbitraje entre países. Es crítica la claridad de la comunicación sobre la estrategia de desmantelamiento. En ese sentido, el uso de señalizadores —indicadores de las condiciones de mercado en lugar de plazos firmes— podría influir más en las expectativas del mercado. Dado que se trata de un territorio desconocido para las autoridades, quizá se necesite someter a diferentes pruebas las condiciones de mercado. La reinstauración de algunos mecanismos, de ser necesaria, no debe considerarse como un revés.

Se necesita una visión nítida de la regulación futura del sistema financiero para transmitir claridad y alentar la confianza.

Además de una estrategia bien definida para el desmantelamiento de las políticas inusitadas, la claridad en cuanto a la reforma regulatoria necesaria para abordar los riesgos sistémicos robustecerá la confianza en el sistema financiero. La reciente moderación de los

riesgos de cola no debe llevar a las autoridades a cejar en el empeño por trazar un sendero hacia el afianzamiento del sistema financiero. Hay que formular un enfoque holístico y comprensible para que el sector privado pueda planificar debidamente.

La prioridad debe ser reformar el ambiente regulatorio a fin de reducir sustancialmente la probabilidad de que se repita una crisis sistémica, definiendo no solo en qué medida deben aumentar la capitalización, el provisionamiento y las reservas de liquidez, sino también cómo se restablecerá la disciplina de mercado después del amplio respaldo que recibieron las instituciones sistémicas de manos del sector público en muchos países. Ya se barajan propuestas que contribuirán en parte a eliminar la prociclicidad del sistema financiero y engrosar las reservas frente a pérdidas y dislocaciones de la liquidez. Pero habrá que trabajar duro para definir sanciones de capitalización, primas de seguro, regímenes de supervisión y resolución y políticas de competencia de modo que ninguna institución se considere inabandonable a la quiebra por su tamaño. Facilitarían esta tarea pautas iniciales para definir los criterios de identificación de las instituciones y los mercados sistémicamente importantes como las que están elaborando el Fondo Monetario Internacional, el Consejo de Estabilidad Financiera y el Banco de Pagos Internacionales a pedido del G-20. Posteriormente, habrá que formular y aplicar cierto tipo de recargo o desincentivo por la contribución marginal al riesgo sistémico.

Se necesita un enfoque macroprudencial en la formulación de políticas internacionales para restablecer la disciplina del mercado y defender los beneficios de la integración financiera.

El siguiente reto consiste en contextualizar estas reformas dentro de un marco integrado de política macroprudencial en el que puedan funcionar con seguridad las instituciones nacionales e internacionales. Es un hecho ya reconocido que una combinación de políticas microprudenciales y macroeconómicas operó procíclicamente y condujo a una acumulación de apalancamiento y riesgo sistémico. Las autoridades tendrán que preguntarse de qué manera sus propias acciones exacerbaron los riesgos sistémicos, independientemente de que supervisen la política monetaria, fiscal o financiera.

La cooperación y la congruencia en el campo de la política económica deben trascender las fronteras. Como resultado de las relaciones transfronterizas entre instituciones y mercados, los gobiernos no pueden actuar unilateralmente sin consecuencias para los demás. Sin embargo, tras la crisis existe el peligro de que algunos países opten por cercar sus instituciones y retirarse de los mercados mundiales para mantener sus economías a resguardo de los shocks externos. Lo que se necesita en realidad es una manera de beneficiarse del avance de la integración financiera, asegurando al mismo tiempo que los desbordamientos negativos eventuales queden contenidos y que las funciones de las autoridades de los países originarios y anfitriones queden claras. A medida que progresa esta difícil tarea, el FMI puede desempeñar un papel catalizador a través de las actividades de supervisión y la evaluación de las vinculaciones macrofinancieras mundiales.