

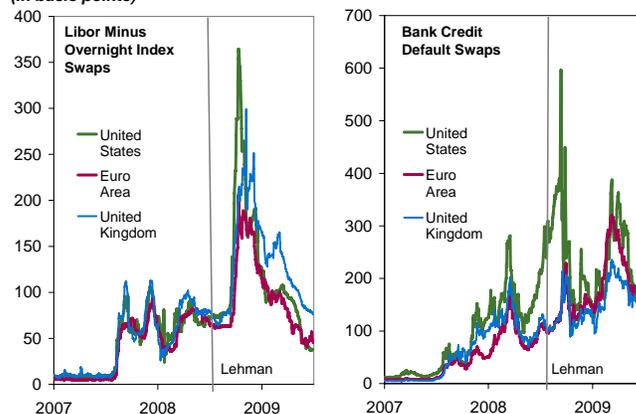
Las políticas adoptadas han reducido los riesgos sistémicos pero persisten vulnerabilidades

La situación financiera ha mejorado, a medida que las medidas de política sin precedentes adoptadas por los países han reducido el riesgo de un colapso sistémico y las expectativas de recuperación han aumentado. No obstante, persisten algunas vulnerabilidades y no debemos bajar la guardia. El sector financiero aún depende de un sustancial apoyo público, lo que ha dado lugar a una transferencia sin paralelo del riesgo del sector privado al sector público. Asimismo, no obstante, es preciso comenzar a estudiar las estrategias de salida de las diversas políticas de apoyo fiscal, monetario y financiero para hacer frente a la incertidumbre del mercado. Las políticas a mediano plazo deben garantizar que las medidas adoptadas para normalizar las políticas y los mercados sean coherentes con el establecimiento de un marco duradero de sólida regulación financiera, saldos fiscales sostenibles y el mantenimiento de la estabilidad de precios.

Los riesgos que afectan al sistema financiero mundial se han moderado con respecto a los niveles extremos observados en la edición de abril de 2009 de *Global Financial Stability Report (GFSR*, o informe sobre la estabilidad financiera mundial). Las medidas de política sin precedentes adoptadas por los bancos centrales y los gobiernos en todo el mundo han logrado estabilizar la situación financiera de los bancos, reducir las presiones de financiamiento y la preocupación por el riesgo de contraparte y respaldar la demanda agregada. Estas medidas de política han reducido el riesgo de un evento extremo generado por otra quiebra sistémica similar al colapso de Lehman Brothers. Los mercados interbancarios y de deuda bancaria han reiniciado sus operaciones, aunque con un apoyo masivo del sector público. La preocupación por los riesgos de liquidez y de contraparte en el sector bancario ha disminuido, como lo demuestran los diferenciales más

estrechos entre la tasa LIBOR y los *swaps* a un día y de los *swaps* de incumplimiento crediticio (gráfico 1).

Figure 1. Credit Spreads
(In basis points)



Sources: Bloomberg L.P.; and Datastream.

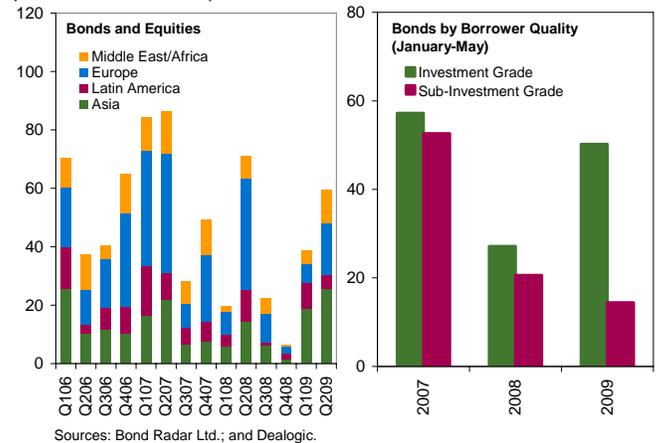
No obstante, la situación financiera general sigue siendo tensa. El ritmo de crecimiento del crédito bancario al sector privado continúa desacelerándose en las economías avanzadas,

los mercados de titulización fuera de los respaldados por el sector público se mantienen atascados y el acceso de los prestatarios de menor calidad al financiamiento de los mercados de capitales es escaso. Además, las medidas adoptadas por el sector público que han apuntalado la reducción de los riesgos en el sector privado han generado un consiguiente aumento de los riesgos en el sector público y una carga creciente sobre la sostenibilidad fiscal.

Los riesgos de una grave recesión se han moderado en respuesta a las medidas concertadas de estímulo fiscal y monetario (como se señala en la actualización de julio de 2009 de *Perspectivas de la economía mundial*). Ello ha propiciado un ligero aumento del apetito por el riesgo y un descenso de la volatilidad, y los inversionistas están comenzando adquirir activos de riesgo y a alejarse de los refugios seguros. El riesgo crediticio percibido ha disminuido, como lo demuestran los diferenciales más estrechos y las menores tasas de incumplimiento proyectadas, pero se mantiene en niveles altos. Los riesgos en los mercados emergentes también se han reducido, gracias a la recuperación de los precios de las materias primas y el reinicio de los flujos de cartera y el aumento de los precios de los activos (gráfico 2). Estas mejoras no se han distribuido de manera uniforme, y los flujos bancarios transfronterizos hacia los mercados emergentes siguen siendo débiles. Los riesgos en los países emergentes de Europa también se han reducido, pero persisten las tensiones y las vulnerabilidades señaladas en la edición de abril de 2009 de *GFSR*.

En la edición de abril de 2009 de *GFSR* se destacaron tres ámbitos principales de riesgo:

Figure 2. Emerging Market External Securities Issuance
(In billions of U.S. dollars)



i) las deficiencias en los sectores bancarios de las economías avanzadas podrían frenar aún más el crecimiento del crédito y la recuperación económica; ii) los mercados emergentes siguen siendo vulnerables a una desaceleración o a una interrupción de las entradas de capitales, y iii) los rendimientos de la deuda soberana podrían aumentar considerablemente y el financiamiento para los prestatarios privados podría verse restringido si la carga sobre los balances del sector público no se administra de manera creíble. Si bien se han logrado avances en estos ámbitos, persisten inquietudes.

Hay que sanear los balances de los bancos

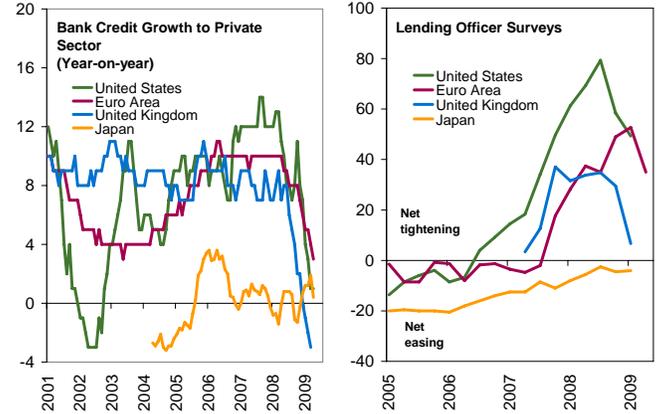
El riesgo de una crisis mundial generalizada se ha moderado y es posible que las reducciones del valor contable de los activos sean ligeramente menores de lo previsto, gracias a la recuperación de las valoraciones a precios de mercado, pero la capitalización bancaria sigue siendo una preocupación ya que se prevén nuevas reducciones del valor contable de los préstamos. La confianza en el sistema bancario estadounidense se ha visto reforzada gracias a un incremento mayor de lo previsto de las ganancias, al éxito de las pruebas de tensión, al compromiso del gobierno estadounidense de

respaldar a los 19 principales bancos del país y una serie de aumentos de capital de los bancos. No obstante, se prevé que las pérdidas por préstamos sigan aumentando. En Europa, los bancos universales también se han beneficiado de un aumento de las ganancias y del capital, pero se prevé que las pérdidas por préstamos aumenten. El Comité de Supervisores Bancarios Europeos está llevando a cabo una prueba de tensión coordinada a nivel de todo el sistema que probablemente contribuirá a restablecer la confianza del mercado en el sistema bancario. No obstante, a ambos lados del Atlántico, está resultando difícil implementar eficazmente medidas para hacer frente de manera integral al problema de los activos desvalorizados en los balances de los bancos, por lo que estos son ahora vulnerables a un nuevo deterioro de la calidad de estos activos si la desaceleración mundial es aún más profunda y más prolongada de lo proyectado.

Los mercados de bonos corporativos han reiniciado sus operaciones, pero el ritmo de crecimiento del crédito bancario aún está desacelerándose

Los mercados de bonos corporativos están operando de manera más normal, un factor central para los países, sobre todo Estados Unidos, que dependen en mayor medida del financiamiento de los mercados no bancarios. Los diferenciales de los valores respaldados por activos y del crédito corporativo estadounidense se han reducido considerablemente y las emisiones han aumentado, ya que las empresas buscan otras opciones ante la escasez de crédito bancario. Las emisiones de alto rendimiento también han aumentado recientemente, pero aún están restringidas al crédito de mayor calidad, y los diferenciales siguen siendo históricamente amplios.

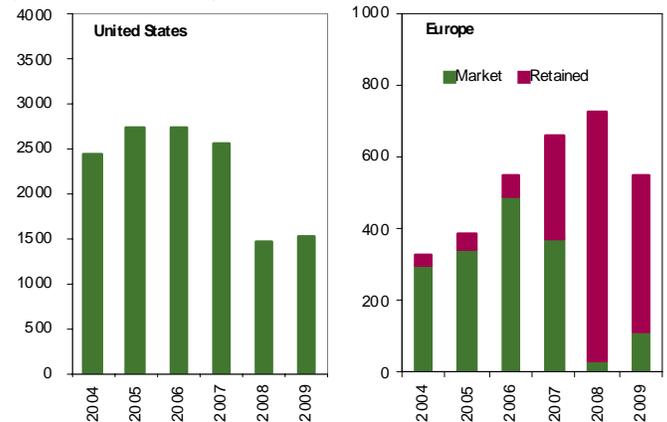
Figure 3. Credit and Lending Conditions (In percent)



Sources: Bank for International Settlements; and central banks. Lending surveys represent weighted average of conditions for households and corporates.

No obstante, las condiciones del crédito bancario siguen siendo restrictivas, a pesar de la aplicación de políticas no convencionales para reactivar el crédito a los usuarios finales. El ritmo de crecimiento global del crédito bancario continúa disminuyendo, ya que persiste la presión al desapalancamiento (gráfico 3). Los mercados de titulización siguen estando estancados, salvo lo que están respaldados directamente por programas gubernamentales o servicios del banco central (gráfico 4).

Figure 4. Securitization Issuance (In billions of U.S. dollars)



Sources: Citigroup; European Securitization Forum; and SIFMA. Data annualized for 2009.

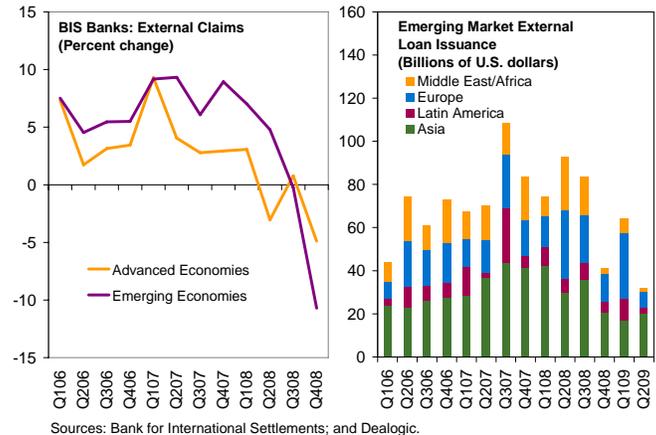
Se ha reforzado la confianza en los mercados emergentes, pero estos siguen siendo vulnerables a las salidas de capitales

Los activos de los mercados emergentes se han beneficiado de la recuperación de los precios de las materias primas y la mejora de las perspectivas de crecimiento, sobre todo en Asia. La recuperación del apetito por el riesgo también ha propiciado el retorno de los flujos de inversión de cartera. Las acciones de los mercados emergentes han repuntado entre el 30% y el 60% desde finales de febrero, avanzando al mismo ritmo o sobrepasando las acciones de los mercados de las economías avanzadas. Los diferenciales de los bonos soberanos del EMBI Global se han reducido a más de la mitad desde su nivel máximo alcanzado en octubre. A pesar de esta evolución positiva, las perspectivas generales de los mercados emergentes siguen siendo vulnerables a una mayor reducción de lo previsto del crecimiento mundial y a una restricción del crédito bancario internacional. Como se pone de relieve en la edición de abril de 2009 de *GFSR*, los bancos están restringiendo sus posiciones transfronterizas a un ritmo más rápido que el de sus balances internos, aunque se observan indicios de que las casas matrices han mantenido los niveles de financiamiento a sus filiales en los mercados emergentes (gráfico 5).

Por lo tanto, el desapalancamiento transfronterizo está generando un retroceso de la rápida globalización financiera ocurrida en los últimos 10 años. Esta tendencia probablemente continuará, lo que generará presiones adicionales sobre aquellos sistemas bancarios que dependen en gran medida del financiamiento transfronterizo. Los países emergentes de Europa y la Comunidad de Estados Independientes son particularmente

vulnerables a las contracciones del financiamiento transfronterizo y no se han beneficiado tanto del repunte de los mercados como en otras regiones.

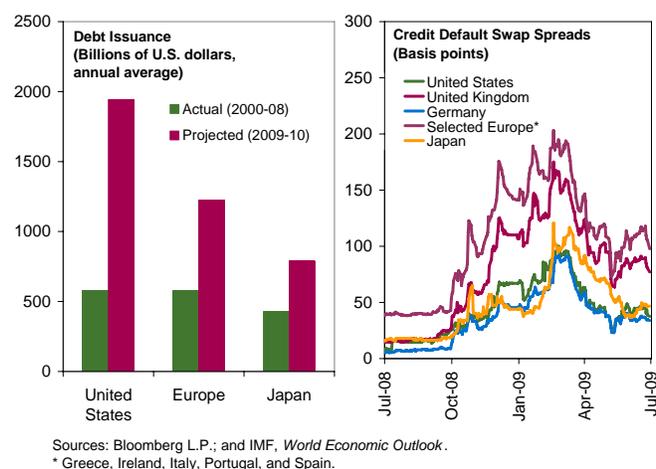
Figure 5. Cross-Border Banking



Aumenta la preocupación por los mercados de deuda soberana

A nivel mundial, las curvas de rendimientos de los bonos soberanos muestran una pendiente pronunciada, a medida que la aplicación convencional de una política monetaria expansiva ha anclado las tasas a corto plazo, mientras que el extremo de la curva a más largo plazo ha aumentado fuertemente, debido en parte a las mejores perspectivas de recuperación y a la reducción de los riesgos de deflación. No obstante, la preocupación por la capacidad de los mercados de absorber la oferta de nuevos bonos públicos probablemente también contribuirá al aumento de los rendimientos (gráfico 6). Dado que se prevé que los niveles de deuda pública aumenten considerablemente en muchos mercados de economías avanzadas, la mayor atención en la sostenibilidad fiscal tal vez se haya reflejado en los diferenciales de los *swap* de incumplimiento de crédito que se mantienen por encima de los niveles registrados antes de la crisis.

Figure 6. Sovereign Debt



Los riesgos de cara al futuro

En la edición de abril de 2009 de *GFSR* se plantearon varios desafíos urgentes de política económica en relación con la intensificación de las amenazas a la estabilidad sistémica y la mayor contracción del crédito, haciendo hincapié en la necesidad de aplicar un conjunto de políticas financieras para mitigar los riesgos a la baja. Desde entonces, la continua aplicación de medidas de política sin precedentes ha reducido la probabilidad de que se produzcan quiebras importantes, lo que constituye un paso decisivo para restablecer la confianza.

No hay que bajar la guardia. Existe el riesgo de que las mejoras registradas recientemente en el ámbito financiero nos lleven a una actitud complaciente. Es preciso redoblar los esfuerzos de política económica para evitar que puedan revertirse algunos de los avances logrados recientemente. Aunque el sistema financiero ha salido de un período de incertidumbre extrema, persiste un alto nivel de incertidumbre que se explica por la importante disfuncionalidad en algunos mercados financieros. La confianza aún sigue siendo débil, y podrían resurgir los

riesgos de eventos extremos. La mejora de los mercados financieros se debe en gran parte al apoyo de gran alcance brindado por el sector público. Por lo tanto, la regeneración duradera de la amplia variedad de mercados necesarios para una intermediación financiera eficaz dista mucho de estar asegurada.

Es preciso redoblar los esfuerzos para resolver los problemas de los bancos y los mercados. Con respecto a los bancos, esto implica en algunos casos implementar las medidas ya adoptadas, y en otros, adoptar nuevas medidas. A pesar de los recientes aumentos de capital de algunos bancos, es preciso asegurar niveles adecuados de capital de cara al futuro a medida que aumentan las tasas de incumplimiento, y fomentar la reestructuración cuando sea necesario. Además, seguirá siendo necesario adoptar medidas para ayudar a los bancos a hacer frente de manera eficaz al problema de los activos desvalorizados. Solo entonces estarán en condiciones de respaldar la economía real en el futuro. Paralelamente, será de especial importancia encontrar la manera de reabrir el mercado de titulización asentándolo sobre bases más sólidas, ya que es un canal importante para la provisión de crédito.

Desapalancamiento y riesgos de eventos extremos. Si no se abordan de manera eficaz los problemas que aún aquejan a los bancos en las economías avanzadas, el proceso de desapalancamiento requerido para restablecer su solidez será más riguroso de lo necesario, lo que frenará aún más la recuperación económica. De hecho, sanear la situación de los bancos sigue siendo una condición esencial para lograr una recuperación sostenida. Dado que gran parte de la mejora de la situación financiera se debe al sólido aumento del apetito por activos de riesgo desde marzo, existe la

posibilidad de que los mercados sufran un retroceso significativo si los mercados financieros avanzan a un ritmo mucho más rápido que el de la recuperación económica. De hecho, podrían resurgir los riesgos de eventos extremos si una importante corrección de los precios de los activos volviera a socavar la confianza en las instituciones financieras.

Se precisan más medidas para restablecer la confianza en el sector bancario y facilitar la concesión de crédito. Muchos países se han involucrado activamente en la evaluación de sus sistemas financieros llevando a cabo pruebas de tensión, las cuales, si se respaldan mediante la aplicación de medidas creíbles orientadas a corregir los déficits de capital, pueden ser una herramienta eficaz para restablecer la solidez de los balances de los bancos. La experiencia de Estados Unidos y las recientes iniciativas adoptadas en Europa para organizar pruebas de tensión coordinadas constituyen un avance importante. A nivel más general, los bancos viables con déficits de capital deberán presentar planes de acción para aumentar sus coeficientes de capital. Si no es posible llevar a cabo estos planes a corto plazo, los bancos considerados viables deberían recibir inyecciones temporales de capital público en condiciones adecuadas. En algunos casos, estas inyecciones de capital deberían ir acompañadas de una reestructuración, incluida la posible venta o liquidación de algunas partes del banco en cuestión. Deberá iniciarse lo antes posible el proceso de resolución de los bancos considerados no viables. La aplicación decisiva y con la transparencia adecuada de estas políticas contribuirá a restablecer la confianza en el sector bancario.

Los mercados de deuda soberana podrían correr el riesgo de desestabilización si la carga de

financiamiento de la deuda pública se considera insostenible. Los mercados emergentes siguen siendo vulnerables a los efectos de contagio originados en las economías avanzadas que pueden dar lugar a una desaceleración más general o a una interrupción de las entradas de capital. Los prestatarios corporativos en los mercados emergentes son particularmente susceptibles debido a sus elevadas necesidades de renovación de créditos y su acceso limitado a fuentes alternativas de financiamiento. Además, los problemas localizados en algunos mercados emergentes específicos pueden tener repercusiones más amplias si no se corrigen de manera eficaz.

Estrategias de salida coherentes a nivel mundial. Aunque aún no ha llegado el momento de comenzar a retirar todas las distintas formas de apoyo oficial utilizadas para hacer frente a la crisis, es importante establecer estrategias de salida cuidadosamente concebidas y coordinadas. La divulgación de estas estrategias puede ser muy útil para reducir la incertidumbre del mercado. Los objetivos generales que deberían orientar la formulación de las políticas de salida son la estabilidad de precios, un sólido sistema financiero basado en principios de mercado y la sostenibilidad fiscal. Dentro de cada país, las estrategias de salida deben basarse en la coordinación de las políticas fiscales, monetarias y financieras. Los bancos centrales deben contar con una variedad de instrumentos eficaces para retirar liquidez de manera oportuna a fin de evitar perturbaciones en el mercado. Quizá también se requiera eliminar de los balances de los bancos centrales las intervenciones cuasifiscales mediante transferencias a las autoridades fiscales para asegurar la independencia financiera del banco central. A medida que se restablezca la confianza, existen opciones para la retirada del

apoyo público extraordinario, como el desenlace natural al repuntar el mercado y la retirada ordenada de las medidas de financiamiento y de liquidez. Una consideración esencial durante la salida es mantener la coherencia de las políticas entre los países para reducir las oportunidades de arbitraje regulatorio y flujos financieros adversos. Probablemente surgirán presiones políticas a favor de retrasar o de acelerar la salida de las distintas políticas adoptadas para hacer frente a la crisis, y por las razones mencionadas anteriormente deberá oponerse resistencia a estas presiones.

En esta etapa crítica de los esfuerzos por salir de la crisis, las autoridades económicas deberán preservar los avances logrados hasta el momento. El alcance sin precedentes de la crisis y de las medidas adoptadas para combatirla requerirán una respuesta de política comparable. A lo largo de este proceso, el momento de aplicación y la modalidad de las políticas serán esenciales. Convendría en lo posible recurrir a los mecanismos de mercado a fin de asegurar un resultado compatible con los objetivos establecidos en la estrategia de salida: la estabilidad de precios, un sólido sistema financiero y la sostenibilidad fiscal.