

24 de enero de 2012

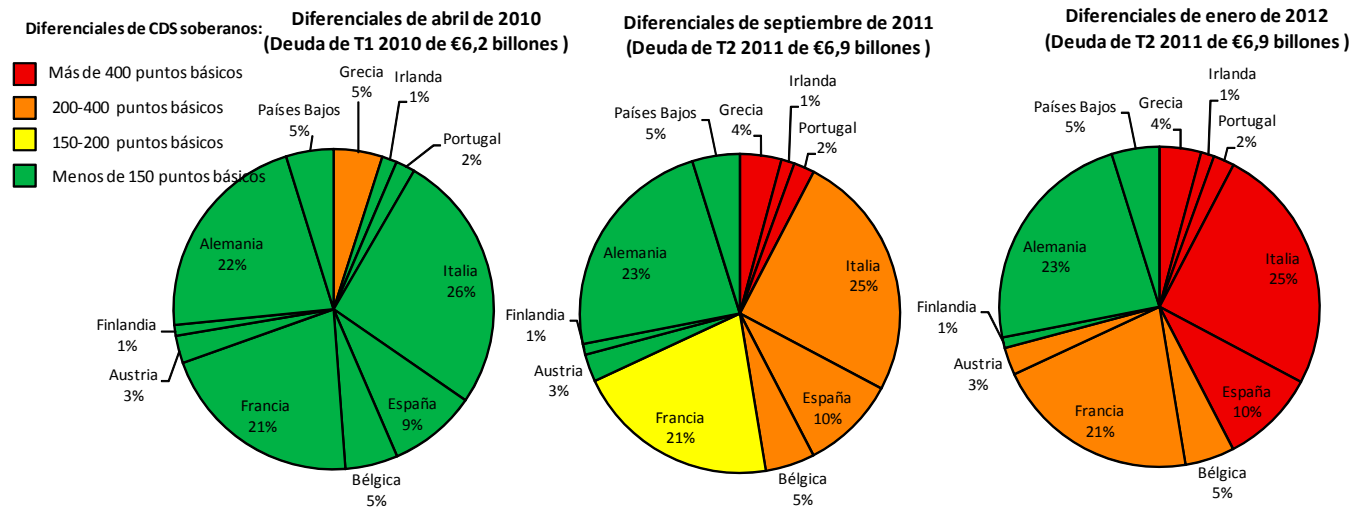
Actualización sobre el mercado de enero de 2012: En lo profundo de la zona de peligro

Desde la última edición del Informe sobre la estabilidad financiera mundial (Informe GFSR), los riesgos para la estabilidad han recrudecido, a pesar de diversas medidas de política encaminadas a contener la crisis de la deuda de la zona del euro y los problemas bancarios. Las autoridades europeas han esbozado medidas de política significativas para hacer frente a las cuestiones a mediano plazo que contribuyen a la crisis, y algunas han ayudado a mejorar el sentir de los mercados, pero las dificultades en torno al financiamiento soberano no se han disipado y persisten los riesgos a la baja. Si conducen a una ronda de desapalancamiento por parte de los bancos, se podría crear una cadena de interacciones adversas en las economías de la zona del euro. Estados Unidos y otras economías avanzadas son susceptibles a los efectos de contagio producidos por la posible intensificación de la crisis de la zona del euro, y en algunos casos existen desafíos internos a la eliminación de los riesgos financieros extremos, como la dificultad de superar los obstáculos políticos que atentan contra el logro de un ritmo adecuado de consolidación fiscal. La situación de la zona del euro también amenaza a las economías emergentes de Europa y puede repercutir en otros mercados emergentes. Se necesitan medidas de política adicionales para restablecer la confianza de los mercados. Como parte de este esfuerzo, será necesario instituir medidas de apoyo más extensas para el financiamiento soberano, asegurar un financiamiento y una capitalización adecuados de los bancos, y mantener un flujo de crédito suficiente hacia la economía, posiblemente mediante el establecimiento de un “guardián” encargado de impedir un desapalancamiento bancario desordenado.

La crisis de la deuda de la zona del euro ha recrudecido, y se requieren medidas urgentes para impedir un desenlace sumamente desestabilizador.

Los rendimientos de los bonos soberanos de las economías periféricas registraron un drástico aumento, especialmente en el caso de los vencimientos a corto y mediano plazo; en consecuencia, las curvas de rendimiento se invirtieron en el último trimestre de 2011 y se reavivaron las inquietudes en torno a los riesgos de financiamiento y suspensión de pagos. Como señalamos en la edición de septiembre de *GFSR*, los programas de políticas no bastaron para contener las cadenas de interacciones negativas, y



Gráfico 1. Mercados de bonos públicos de la zona del euro*(Porcentaje de la deuda pública total de la zona del euro)*

Fuentes: Banco de Pagos Internacionales; Bloomberg L.P.; y estimaciones del personal técnico del FMI.

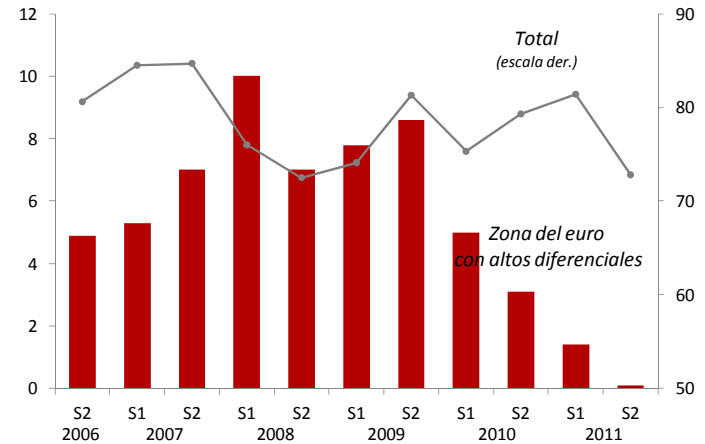
por esa razón algunas entidades soberanas quedaron atrapadas en un “mal equilibrio” cuando los inversionistas extranjeros a largo plazo cancelaron sus exposiciones. Las instituciones internas no pudieron llenar ese vacío, y el Banco Central Europeo (BCE) pasó a dar un apoyo crítico para la deuda soberana periférica a través del Programa para los Mercados de Valores (PMV). A medida que se intensificaba, la crisis se propagó de la periferia a las economías que conforman el núcleo de la zona, haciendo subir los rendimientos y los diferenciales de la deuda soberana de Austria y Francia, entre otros. A finales de 2011, más de dos tercios de la deuda soberana de la zona del euro tenía diferenciales de los swaps de incumplimiento crediticio (CDS, por sus siglas en inglés) que superaban los 200 puntos básicos (gráfico 1). Desde septiembre, las rebajas de las calificaciones crediticias y las perspectivas negativas de un extenso grupo de entidades soberanas de la zona del euro también han contribuido al alza de los rendimientos. Aunque últimamente se observa cierta mejora de las condiciones de mercado, persisten retos fundamentales.

Las presiones de las entidades soberanas también repercutieron en el sistema bancario de la zona del euro, al cerrarse algunos canales de financiamiento y ampliarse los diferenciales interbancarios. El acceso de los bancos al financiamiento a plazo se vio seriamente restringido, e incluso los mercados a corto plazo se vieron presionados cuando los vencimientos de la deuda se acortaron de semanas a meses, y de meses a días. En Estados Unidos, los fondos del mercado de dinero replegaron drásticamente el crédito a los bancos de la zona del euro (gráfico 2), lo cual llevó a muchos de esos bancos a vender activos denominados en dólares de EE.UU. En numerosos mercados, el costo del financiamiento es hoy más elevado que durante la crisis de Lehman. Las dificultades de financiamiento están comenzando a hacerse sentir en la economía en términos más generales: las condiciones de acceso al crédito bancario se hacen más difíciles para la pequeña y mediana empresa y para los hogares a medida que disminuye la capacidad de los bancos para financiar activos, exacerbando el riesgo crediticio (gráfico 3)¹.

¹Véase la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro que lleva a cabo el BCE, en <http://www.ecb.int/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html>.

Los impactos potenciales de los problemas de financiamiento ya son evidentes. Una serie de bancos han anunciado sustanciales planes de desapalancamiento de sus balances, que incluyen la liquidación de activos en la zona del euro, Estados Unidos y otros mercados desarrollados, así como en economías emergentes. La ejecución de algunos de estos planes por parte de los bancos afectados podría repercutir en una amplia variedad de actividades económicas, desde el financiamiento de proyectos y del comercio internacional hasta el arbitraje transfronterizo.

Gráfico 2. Mercado *prime* de dinero en Estados Unidos: Exposición a los bancos (Porcentaje del total de activos)



Fuente: Fitch.

Las autoridades europeas han dado pasos significativos para contener la crisis . . .

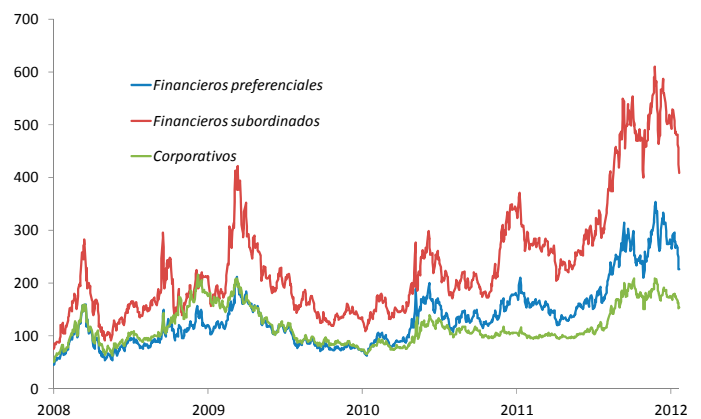
Las cumbres organizadas por la Unión Europea (UE) en octubre y diciembre dieron por resultado acuerdos sobre pasos importantes para estabilizar las condiciones del mercado y restablecer la confianza. La UE trabajará para fortalecer la gobernabilidad económica conjunta, y se asignará mayor peso a las políticas estructurales que promueven el crecimiento. Es necesario fortalecer a los bancos con nuevo capital y respaldo a su financiamiento. Frente al sobreendeudamiento de Grecia, habrá un canje de deuda voluntario con acreedores privados. Se reforzará el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEFF) para ayudar a los bancos y financiar los programas nacionales de ajuste, y se adelantó a julio de 2012 la entrada en servicio del Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera (MEDE).

Hace poco, los gobiernos nacionales dieron pasos importantes para mejorar la estabilidad macrofinanciera. Los nuevos gobiernos de Italia y España anunciaron medidas encaminadas a recortar los déficits presupuestarios estructurales, mejorar la relación deuda/PIB a mediano plazo, y abordar las rigideces estructurales de larga data para mejorar las perspectivas de crecimiento.

Como los mercados de financiamiento privado para los bancos de la zona del euro se encontraban sometidos a fuertes presiones, entre otras razones debido a la falta de garantías adecuadas para concertar

operaciones de recompra, el BCE tomó medidas extraordinarias para estabilizar las condiciones de financiamiento. Por ejemplo, redujo los encajes legales, amplió las clases de garantía aceptadas, e inició operaciones de refinanciamiento a más largo plazo (tres años) para mitigar los efectos de las dificultades de financiamiento en el suministro de crédito al sector privado, y para brindar una alternativa a las ventas forzosas de activos a precios de liquidación. Para descomprimir el financiamiento en dólares, la Reserva Federal de Estados Unidos y otros cinco bancos centrales redujeron el costo de las líneas de canje de dólares. Aunque el funcionamiento de los mercados aún está lejos de la normalidad, varias de

Gráfico 3. Diferenciales de los swaps europeos de incumplimiento crediticio (Puntos básicos)



Fuente: Markit.

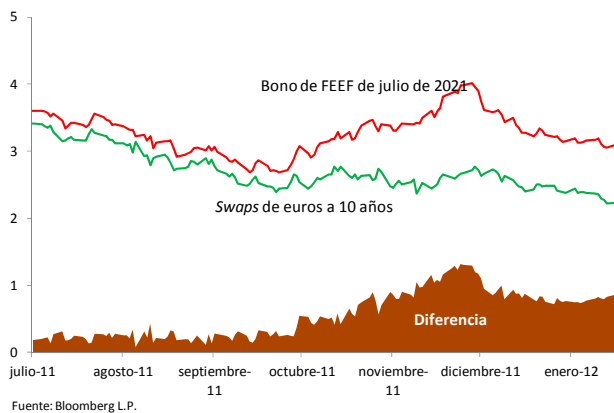
estas medidas —principalmente las operaciones de refinanciamiento a tres años— han tenido efectos positivos en el sentir de los mercados y en las condiciones de financiamiento.

. . . pero los riesgos para la estabilidad continúan siendo elevados, ya que el financiamiento soberano será problemático y los mecanismos de respaldo aún no son adecuados . . .

Restablecer el acceso de las entidades soberanas al financiamiento con rendimientos sostenibles constituye un reto clave, dado que muchas continúan siendo vulnerables a los vaivenes de los mercados. Sin embargo, es probable que la confianza de los mercados tarde en afianzarse, y en el ínterin quizá sea necesario complementar las reformas internas con un respaldo externo a corto plazo para los mercados primarios o secundarios, si el respaldo de los mercados privados resulta insuficiente. Si bien las operaciones de refinanciamiento a tres años contribuyeron mucho a despejar las inquietudes en torno al financiamiento bancario, hasta el momento su efecto ha sido mucho más leve en los rendimientos de los títulos emitidos por entidades soberanas periféricas, que disminuyeron en el extremo corto de la curva de rendimientos pero no variaron mucho en el extremo largo.

Gráfico 4. Diferenciales y diferenciales del FEEF

(En porcentaje)



El FEEF ahora puede operar en los mercados primarios y secundarios de deuda pública, pero su capacidad sigue siendo limitada. Teniendo en cuenta los recursos ya comprometidos para el financiamiento de programas, le quedan apenas alrededor de €300.000 millones para colocar. Aunque algunas propuestas para apalancar el FEEF tienen sus ventajas, es probable que incluso con un volumen de apalancamiento plausible la potencia de fuego total no baste para contener el aumento de los diferenciales soberanos en situaciones de estrés. Además, el reciente

aumento de los diferenciales del FEEF (gráfico 4) y la decisión de S&P de rebajar la calificación crediticia AAA de dicho fondo a mediados de enero llevan a pensar que incluso el modelo de financiamiento actual del FEEF podría verse sometido a presión.

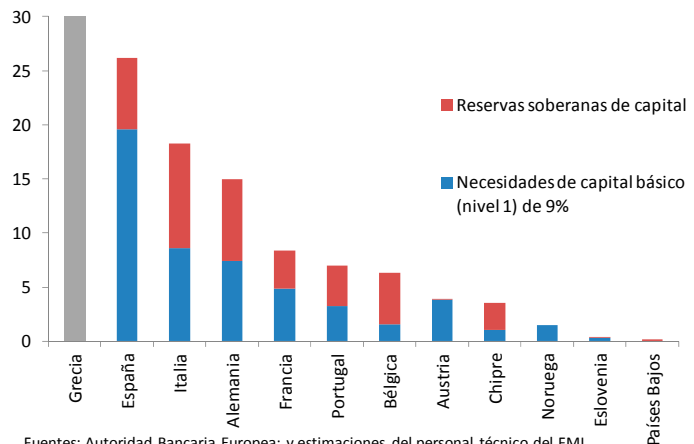
. . . y el desapalancamiento de los bancos podría activar una cadena de interacciones adversas con las economías de la zona del euro. . .

La presión a la que se encuentran sometidos los bancos europeos recrudesció en los últimos tiempos, como consecuencia de la agudización de las tensiones soberanas y del cierre de muchos canales de financiamiento privado. Para aislar a los bancos de esos shocks negativos, es fundamental adoptar medidas encaminadas a lograr que el sistema financiero sea más seguro. En este sentido, la Autoridad

Bancaria Europea (ABE) ha iniciado un proceso por el que se insta a los bancos incrementar los coeficientes de capital². Determinó que se necesitan €85.000 millones en capital adicional (excluidos los €30.000 millones ya programados para Grecia) para alcanzar un coeficiente de capital básico (nivel 1) de 9% y crear una reserva de capital soberano adecuada (gráfico 5).

Aun existe la posibilidad de que se forme una cadena de interacciones adversas entre los mercados de crédito y la economía real tanto dentro como fuera de la zona del euro, esbozada en el escenario a la baja descrito en la actualización de enero de 2012 de *Perspectivas de la economía mundial*. La actuación reciente del BCE probablemente haya conjurado una crisis inminente, dado que los bancos de la zona del euro tenían que refinanciar un volumen sustancial de vencimientos de deuda este año, con una concentración de grandes montos en el primer trimestre. Pero aun con ese financiamiento y una operación de refinanciamiento a más largo plazo posterior, programada para el mes de febrero, el desapalancamiento podría ser sustancial.

Gráfico 5. Necesidades de capital de bancos europeos
(Miles de millones de euros)



Fuentes: Autoridad Bancaria Europea; y estimaciones del personal técnico del FMI.

Aunque cierto grado de desapalancamiento quizá sea inevitable, su implementación no siempre da los mismos resultados: hay un desapalancamiento “bueno” y un desapalancamiento “malo”. Algunos tipos de desapalancamiento de los balances no representan necesariamente una reducción del crédito a la economía real. Por ejemplo, algunos bancos (sobre todo en Alemania, Irlanda y el Reino Unido) están intentando depurar los balances de algunos activos que se remontan a los orígenes de la crisis crediticia. En otros casos, los bancos pueden vender negocios ajenos al núcleo de sus operaciones (por ejemplo, subsidiarias de gestión de activos, empresas de seguros u operaciones en el extranjero) o incluso carteras de préstamos. Cuando esto se traduce en una transferencia de activos a una empresa sólida, el crédito a la economía no se reduce, aunque las ventas de activos pueden provocar caídas de precios de los activos cuyo impacto adverso se hace sentir mucho más allá de los vendedores, comprimiendo más el capital. Sin embargo, el suministro de crédito a la economía real se ve más afectado cuando los bancos optan por no renovar líneas de crédito y préstamos y recortan el otorgamiento de préstamos nuevos.

... que podría exacerbar los riesgos para la estabilidad financiera en Estados Unidos ...

La economía estadounidense es susceptible a una variedad de shocks originados en la zona del euro, lo cual refleja la estrecha integración financiera y comercial entre ambos lados del Atlántico. Los efectos

²En su recomendación del 8 de diciembre de 2011, la ABE señaló que los bancos deben utilizar primero fuentes privadas de financiamiento para fortalecer su posición de capital y alcanzar la meta obligatoria, entre otras cosas mediante utilidades retenidas, reducciones de los pagos de bonificaciones, nuevas emisiones de capital ordinario y capital contingente debidamente sólido, y otras medidas de gestión de los pasivos. Tras consultar con la ABE, las autoridades nacionales de supervisión pueden aceptar el cumplimiento parcial de la meta mediante ventas de determinados activos que no conduzcan a una reducción del flujo de crédito hacia la economía real de la UE, sino simplemente a una transferencia de contratos o unidades comerciales a un tercero.

de contagio podrían manifestarse a través de las exposiciones directas de los bancos estadounidenses a los bancos de la zona del euro, o la venta de activos estadounidenses por parte de bancos europeos. Por ejemplo, los mercados de títulos respaldados por hipotecas comerciales o por activos han estado bajo presión en los últimos meses, bajo el peso del volumen de ventas de activos europeos. A nivel más general, los problemas de financiamiento podrían empeorar, transmitiendo la presión al sistema bancario estadounidense. Una demostración importante de este efecto es el aumento persistente de los diferenciales interbancarios observado en los mercados que operan en dólares desde mediados de 2011, paralelamente a la ampliación de los diferenciales interbancarios en euros.

Asimismo, persisten algunos riesgos internos. Aunque en general las condiciones del financiamiento soberano estadounidense se han visto favorecidas porque los inversionistas se han alejado en masa de la zona del euro hacia alternativas más seguras, no se puede contar con que esa situación se prolongue indefinidamente. Por ende, es necesario resolver el impasse político en torno a la situación fiscal de Estados Unidos, como se señala en la actualización de enero de 2012 de *Perspectivas de la economía mundial*. Si bien el sistema bancario estadounidense ha recuperado buena parte de su salud desde la crisis, y las pruebas de resistencia de la Reserva Federal seguramente continuarán realizando la transparencia, persisten los problemas del sector hipotecario, que limitan el consumo y transfieren al sector público parte de la carga de sustentar la demanda. A nivel más general, será difícil para los bancos mantener las rentabilidades históricas del capital, particularmente en un nuevo ambiente caracterizado por una regulación más estricta.

. . . amenazan a las economías emergentes de Europa y repercuten en los mercados emergentes a nivel más general.

Las economías emergentes de Europa se verían seriamente afectadas por un desapalancamiento de la magnitud que supone el escenario a la baja descrito en la actualización de enero de 2012 de *Perspectivas de la economía mundial*, como consecuencia de la fuerte presencia de bancos de la zona del euro en esas economías. La profunda recesión en la que cayeron las economías emergentes de Europa en 2009 fue en gran medida resultado de la interrupción repentina de los flujos de capital procedentes de bancos de Europa occidental, que puso fin abruptamente al auge crediticio.

Las economías emergentes fuera de Europa central y oriental podrían sufrir las repercusiones de la crisis de la deuda europea a través de distintos canales. Globalmente, las *perspectivas macroeconómicas* de los mercados emergentes ya han empeorado, y están sujetas a riesgos a la baja procedentes de Europa, como se explica en la actualización de enero de 2012 de *Perspectivas de la economía mundial*. Si bien los mercados emergentes fuera de Europa han resistido bien a los shocks y los sucesos ocurridos en las grandes economías el año pasado, los indicadores recientes se han debilitado significativamente y el clima de negocios general ha empeorado.

Primero, los *canales de crédito* podrían resentirse si, como consecuencia de las presiones, los bancos europeos repliegan el crédito transfronterizo, y especialmente el financiamiento del comercio internacional, y si las casas matrices de los bancos dejan de respaldar el crédito local. Por ejemplo, los bancos de la zona del euro proporcionan aproximadamente 30% del financiamiento para proyectos y comercio internacional en la región de Asia, a pesar de que sus balances concentran apenas alrededor de 5% de los activos bancarios. El impacto depende de la medida en que los bancos locales puedan llenar ese vacío de financiamiento: aunque algunos bancos quizá tengan balances con la capacidad necesaria,

existen obstáculos operacionales sustanciales en algunas áreas del financiamiento del comercio internacional. Las instituciones que recién ingresen a este mercado tendrán que movilizar un financiamiento sustancial en dólares en un momento en que los mercados se encuentran tensionados. Las restricciones del financiamiento a largo plazo podrían limitar mucho la capacidad de los bancos en ámbitos como el financiamiento del comercio de transporte marítimo y aéreo, así como el financiamiento de proyectos e infraestructura.

Segundo, los *mercados locales de activos* (mercados de divisas y renta fija y variable) podrían encontrarse nuevamente sometidos a presión debido a las salidas de capital, el deterioro de la liquidez, y una redeterminación de precios que podría repercutir en las condiciones locales de financiamiento. Los mercados emergentes que son muy dependientes de los flujos externos de inversión de cartera podrían ser especialmente susceptibles.

¿Qué capacidad de resistencia tienen los mercados emergentes frente a estos retos? Muchos han acumulado sustanciales reservas de capital y liquidez para contrarrestar los shocks adversos, y los mercados locales en general han resistido bien las presiones generadas por la crisis de Lehman. Desde entonces, algunos han creado un margen adicional (aunque limitado) para instituir políticas económicas anticíclicas, aunque la situación varía según la región y el país. Las economías emergentes de Europa son particularmente vulnerables, en vista de la concentración del crédito otorgado por bancos europeos y la dependencia de Europa como mercado de exportación. En esa región, las reservas son generalmente escasas en comparación con otras regiones de mercados emergentes, y existen otras vulnerabilidades de larga data en el sistema financiero, como los descaldes de vencimientos y monedas en algunas economías, que podrían generar presión sobre los balances.

Se necesitan medidas de política adicionales para un plan integral.

Frente a estos riesgos, las autoridades de todas las grandes economías deben centrarse en una serie de retos interconectados. Las autoridades europeas necesitan instituir con rapidez un programa integral que restablezca la confianza. Además de implementar políticas macroeconómicas y financieras adecuadas, las autoridades europeas deben poner en práctica con vigor las medidas de política acordadas en las cumbres de octubre y diciembre. También es necesario crear un cortafuegos suficientemente elevado que impida que se forme una espiral desestabilizadora de grandes costos de financiamiento para las entidades soberanas y los bancos; administrar el proceso de ajuste de los balances del sistema bancario para evitar un desapalancamiento desordenado y promover en su lugar un flujo adecuado de crédito hacia el sector privado; y tomar las medidas adicionales que puedan resultar necesarias para afianzar la confianza en el sistema financiero mundial, tanto para las economías emergentes como para las avanzadas. Para poner en práctica este programa de políticas será necesaria una implementación rápida y exhaustiva de las iniciativas recientes, y la adopción de políticas nuevas encaminadas a promover y realzar la estabilidad financiera.

Concretamente:

- ***El “cortafuegos” debe ser de una envergadura suficiente y una solidez convincente.*** Las entidades soberanas que son solventes pero que enfrentan problemas de financiamiento quizá necesiten un período prolongado de implementación exitosa de las políticas antes de que regresen los inversionistas. En el interin, es crucial obtener financiamiento asequible de fuentes externas. Tal es la finalidad del FEEF en la zona del euro. Sin embargo, dados su tamaño y estructura, el FEEF tiene

una capacidad limitada para asumir esa función. Para que hubiera confianza sería sumamente conveniente incrementar el tamaño y la flexibilidad del FEEF/MEDE a la mayor brevedad posible. Hasta que este cortafuegos más amplio esté bien establecido, el suministro de respaldo de liquidez sustancial y sostenido por parte del BCE para estabilizar los mercados de deuda soberana y financiamiento bancario sigue siendo fundamental.

- ***Se necesita un “guardián macroprudencial” para asegurar que los planes de desapalancamiento sean coherentes con un flujo de crédito sostenido para respaldar la actividad económica*** y evitar una espiral descendente de precios de los activos. Dentro de la UE, esa función podría estar coordinada entre la ABE, el Consejo Europeo de Riesgo Sistémico (CERS), los organismos nacionales de supervisión bancaria y los propios bancos. Los países deberían fijarse como objetivo vigilar y limitar el desapalancamiento de sus bancos, no solo en el mercado interno sino también en el extranjero, donde normalmente esos esfuerzos tendrían lugar en colaboración con los reguladores del país anfitrión. Un posible precedente de esta función de guardián es la actual Iniciativa de Viena, que busca coordinar los esfuerzos nacionales encaminados a evitar en las economías emergentes de Europa los efectos transfronterizos adversos generados por el desapalancamiento por parte de los bancos de la zona del euro.
- ***Sigue siendo necesario un aumento creíble de las reservas de capital de los bancos, según las recomendaciones de la ABE, para restablecer la confianza de los mercados.*** De acuerdo con las pautas de la ABE, esto debería lograrse en la medida de lo posible incrementando el capital, y no reduciendo el crédito. Ya se están tomando medidas para exigir que los bancos mantengan un cierto nivel de capital nominal (como en el caso del programa estadounidense de rescate de activos en dificultades y el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria en España), en lugar de un coeficiente, que incentiva a reducir los activos. Se debería alentar a los bancos a obtener capital de fuentes privadas. Sin embargo, dadas las dificultades que han experimentado últimamente en ese sentido, se deberían utilizar fondos públicos como mecanismo de respaldo, pero aplicando una condicionalidad estricta. Parte del capital bancario podría movilizarse mediante inyecciones *pari-passu* con el gobierno, o mediante instrumentos de capital contingente. Además, debe haber un fondo paneuropeo con la capacidad para tomar participaciones directas en los bancos. Como complemento de las operaciones de refinanciamiento a más largo plazo del BCE, habría que crear regímenes de garantía bancaria a nivel de la zona del euro para facilitar la reapertura de los mercados privados de financiamiento. Por último, aún existe un grupo débil de bancos faltos de capital y rentabilidad que son vulnerables a los shocks de financiamiento y que están trabando la recuperación. En algunos de estos casos habrá que proceder a la reestructuración y recapitalización, o bien a la resolución.
- ***El ajuste sigue siendo esencial, pero se debe tener en cuenta el impacto a corto plazo en el crecimiento.*** Como lo reconocen las autoridades, en la mayoría de las economías avanzadas es fundamental comprometerse con credibilidad a la consolidación fiscal a mediano plazo para eliminar el riesgo extremo a largo plazo de fuertes aumentos de los diferenciales soberanos. Sin embargo, el ritmo del ajuste fiscal también debe tener en cuenta el impacto en las condiciones económicas actuales. Como se explica en la actualización de enero de 2012 del *Monitor Fiscal*, se debería permitir que entren en funcionamiento los estabilizadores automáticos en caso de que el crecimiento se desacelere más de lo previsto, y en Estados Unidos es necesario renovar las políticas de respaldo

de la demanda que están a punto de vencer. Asimismo, la política monetaria debería ser suficientemente acomodaticia y, de ser necesario, las políticas estructurales deberían apuntar a promover el crecimiento, sobre todo restableciendo la competitividad del sector privado.

- ***En los mercados emergentes, las autoridades deberían estar preparadas para contrarrestar las presiones de financiamiento y de crédito, y desplegar políticas contracíclicas cuando exista suficiente margen.*** En muchos casos, los mercados emergentes han acumulado amplias reservas que podrían emplearse para contrarrestar shocks externos de liquidez. Una combinación adecuada y flexible de medidas de política macroeconómica y financiera puede contribuir a limitar el impacto de los shocks externos, pero es necesario actuar con precaución para no generar distorsiones financieras.

