

INFORME SOBRE LA ESTABILIDAD FINANCIERA MUNDIAL

Abril de 2015

RESUMEN EJECUTIVO

Los shocks macroeconómicos plantean nuevos desafíos para los mercados mundiales

En los últimos meses ha tenido lugar una evolución macroeconómica y financiera muy variada, tanto positiva como negativa. En términos netos, los acontecimientos han elevado los riesgos para la estabilidad financiera.

Por el lado positivo, como se explica en la edición de abril de 2015 de *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO, por sus siglas en inglés), para 2015 se prevé un crecimiento ligeramente superior al de 2014, registrándose en las economías avanzadas mejoras que serán suficientes para compensar la desaceleración del crecimiento en las economías de mercados emergentes y en desarrollo. Se prevé que la marcada caída de los precios del petróleo y las materias primas, sumada a las menores tasas de interés derivadas de la mayor distensión monetaria, respalden el crecimiento hasta 2016, inclusive. Tanto en Japón como en la zona del euro se han tomado enérgicas medidas de política monetaria para detener y revertir las presiones desinflacionarias. La expansión cuantitativa ofrece un marco sólido para hacer frente a los riesgos de deflación, y algunos canales de transmisión clave ya están funcionando. Los diferenciales del crédito se han reducido en la zona del euro, los precios de las acciones han repuntado y el euro y el yen se han depreciado significativamente, lo cual ayuda a elevar las expectativas de inflación.

Al mismo tiempo, el dólar de EE.UU. se ha apreciado considerablemente, en razón de la divergencia de las políticas monetarias. El dólar se fortaleció más frente a las principales monedas durante los últimos nueve meses que durante cualquier período similar desde 1981. Las consiguientes fluctuaciones de los tipos de cambio reales han reflejado en términos generales las variaciones de las perspectivas de crecimiento y las exposiciones a los precios más bajos del petróleo, y deberían ayudar a apoyar la recuperación mundial.

Sin embargo, los riesgos para la estabilidad financiera alrededor de este escenario base están creciendo y rotando. Si bien las ventajas de un mejor escenario base están ampliamente distribuidas y se van acumulando a lo largo del tiempo, el impacto perjudicial de los shocks recientes es concentrado y ya está afectando a otros sectores y otras economías con vulnerabilidades preexistentes. Mientras tanto, la continua asunción de riesgos financieros y los cambios estructurales en los mercados de crédito están desplazando el foco de los riesgos para la estabilidad financiera de las economías avanzadas a los mercados emergentes, del sector bancario tradicional a la banca paralela y de la solvencia a los riesgos de liquidez del mercado.

- La constante asunción de riesgos financieros y búsqueda de rendimientos continúa elevando las valoraciones de ciertos activos. El entorno de tasas de interés bajas también plantea desafíos para los a largo plazo, en particular las compañías de seguros de vida más débiles en Europa.

- Los países y las empresas que exportan petróleo y materias primas se han visto muy afectadas por la caída del valor de los activos y el aumento de los riesgos de crédito. Las empresas de los sectores de energía y materias primas en los mercados emergentes, que representan más de una tercera parte de los bonos de empresas no financieras emitidos en moneda fuerte desde 2007, han recibido un golpe especialmente duro. Las tensiones en la capacidad de reembolso de la deuda del sector de petróleo y gas se han tornado más evidentes para las empresas en Argentina, Brasil, Nigeria y Sudáfrica debido al bajo nivel de los precios del petróleo, así como para las entidades soberanas que dependen de los ingresos generados por el petróleo, como Nigeria y Venezuela.
- La rápida depreciación de los tipos de cambio ha incrementado la presión sobre las empresas fuertemente endeudadas en moneda extranjera y ha provocado importantes salidas de capitales en varios mercados emergentes. Estas circunstancias podrían exacerbar la tensión a la que están sometidas las entidades soberanas de mercados emergentes que han elevado su exposición combinada a deuda en moneda extranjera y a deuda en moneda local en manos de extranjeros.
- La volatilidad de los principales tipos de cambio ha aumentado más que durante cualquier período similar desde la crisis financiera mundial. La menor liquidez en los mercados cambiarios y de renta fija, así como los cambios en la composición de las bases de en estos mercados, ha creado fricciones en los ajustes de las carteras. Las tensiones resultantes en los mercados financieros mundiales han agudizado los riesgos de mercado y liquidez, ya que los episodios repentinos de volatilidad podrían tornarse más frecuentes y pronunciados.

Los desafíos heredados se suman a estas presiones, elevando en términos generales el nivel de riesgos para la estabilidad financiera.

La estabilidad financiera no está plenamente apuntalada en las economías avanzadas y los riesgos han aumentado en muchos mercados emergentes

Los rendimientos de los bonos a largo plazo en muchas economías avanzadas han disminuido debido a las preocupaciones de desinflación y la posibilidad de que continúen las condiciones monetarias laxas. En la zona del euro, casi un tercio de los bonos soberanos a corto y largo plazo ahora presentan rendimientos negativos. Pero un contexto prolongado de tasas de interés bajas planteará graves desafíos para varias instituciones financieras. Las compañías europeas de seguros de vida de tamaño intermedio y en situación débil deben abordar el riesgo de enfrentar dificultades que ya es alto y está en aumento: las pruebas de tensión (realizadas por la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación) muestran que 24% de los aseguradores no podrían cumplir los requisitos de capital de solvencia en un escenario prolongado de tasas de interés bajas. El sector cuenta con una cartera de €4,4 billones en activos en la Unión Europea, con un alto y creciente grado de interconexión con el sistema financiero en general, lo cual es una fuente potencial de efectos de contagio.

Los altos niveles de endeudamiento en el sector privado siguen creando trabas para el crecimiento y la estabilidad financiera. Las políticas monetarias acomodaticias en las economías avanzadas han ayudado a reducir los coeficientes de endeudamiento del sector privado al dar impulsos a la inflación y el crecimiento y al elevar los precios de los activos. Sin embargo, los supuestos de crecimiento e inflación en este informe indican que los niveles de deuda en el sector privado en varias de las principales economías avanzadas siguen siendo altos. Este persistente y elevado nivel de endeudamiento exige una respuesta adicional para hacer frente a las secuelas de la crisis y para liberar el potencial económico. Se prevé que la deuda empresarial bruta en España, Francia, Italia y Portugal permanezca en un nivel superior o cercano al 70% del PIB hasta 2020, y se proyecta que en Portugal y el Reino Unido la deuda bruta de los hogares seguirá siendo alta en comparación con la de las otras principales economías avanzadas.

Al mismo tiempo, las tasas de interés en Estados Unidos presentan un claro riesgo al alza. Dos posibles escenarios caracterizan la futura normalización de la política monetaria estadounidense: un repliegue fluido y bien comunicado, o, pese a una buena estrategia de comunicación, un proceso accidentado con una descompresión más veloz de las primas por plazos que dé lugar a un rápido aumento de los rendimientos y a una volatilidad bastante mayor. De hecho, las disminuciones de la liquidez estructural en los mercados de renta fija tanto en Estados Unidos como en otras economías han amplificado las respuestas de los precios de los activos ante los shocks, incrementando así los potenciales efectos de contagio. Los avances tecnológicos, la mayor regulación y la cambiante composición de los participantes en el mercado han alterado la microestructura de los mercados de renta fija. Los episodios de iliquidez ahora se propagan a otras clases de activos y a los mercados emergentes, como lo evidencian las condiciones en el mercado de títulos del Tesoro de Estados Unidos y la inestabilidad generada por políticas en los mercados cambiarios tras la eliminación del tope mínimo del franco suizo. Estos hechos ponen de relieve ciertas vulnerabilidades clave en los mercados de capitales y el sistema bancario paralelo.

Los mercados emergentes están atrapados en estas contracorrientes mundiales, al tiempo que abordan sus propios desafíos internos. Los precios más bajos de las materias primas y las menores presiones inflacionarias están beneficiando a muchas economías de mercados emergentes, al dotar a la política monetaria de margen de maniobra para combatir el crecimiento lento. No obstante, los países exportadores de petróleo y materias primas y los países con un abultado endeudamiento externo enfrentan riesgos más formidables. La mayor fortaleza del dólar puede ayudar a mejorar la competitividad en las economías de mercados emergentes en general, y propiciar un mayor crecimiento, pero las marcadas fluctuaciones de los precios de las materias primas y los tipos de cambio en muchas economías de mercados emergentes durante los últimos seis meses ya han repercutido significativamente en las valoraciones de mercado de las empresas en estas economías. Muchas empresas se endeudaron fuertemente en los mercados internacionales —sustituyendo endeudamiento externo en dólares con préstamos bancarios en moneda local—, lo cual puede generar presiones sobre los balances.

Por su parte, un repliegue de sectores que invirtieron demasiado, ajustes en el sector inmobiliario y reducciones de los precios de los inmuebles —especialmente en China— podrían repercutir en los mercados emergentes a escala más general. El impacto más amplio de un deterioro repentino de la salud de las empresas en la estabilidad del sistema bancario depende de las exposiciones crediticias. En China, las exposiciones en el mercado

inmobiliario (excluidas las hipotecas) ascienden a casi el 20% del PIB, y la tensión financiera entre las empresas inmobiliarias podría dar lugar a efectos de contagio transfronterizos directos, dado el considerable aumento de las emisiones de bonos externos desde 2010. En 11 de los 21 sistemas bancarios de mercados emergentes analizados en este informe, más de la mitad de las carteras de préstamos de los bancos se compone de préstamos a empresas, lo que significa que están más expuestos a la debilidad de las empresas, particularmente en Nigeria, Perú, Turquía y Ucrania.

En un escenario de riesgos a la baja, una continua apreciación rápida del dólar y un aumento brusco de las tasas de interés en Estados Unidos, junto con un agravamiento de los riesgos geopolíticos, podrían ejercer más presión sobre las monedas de los mercados emergentes y sobre los mercados de activos. Tras un período prolongado de afluencias, los extranjeros podrían reducir abruptamente sus tenencias de deuda en moneda local, exacerbando la turbulencia y creando dificultades para el refinanciamiento de la deuda. Los mercados tampoco se muestran demasiado preocupados con respecto a los riesgos geopolíticos y políticos. Como se señala en la edición de abril de 2015 del informe WEO, los acontecimientos que están teniendo lugar en Rusia y Ucrania, Oriente Medio y parte de África podrían generar mayores tensiones y perturbar más el comercio y las transacciones financieras a escala mundial. Los vínculos financieros directos entre Rusia y el resto del mundo son limitados, pero las conexiones indirectas con los países vecinos podrían elevar los riesgos para la estabilidad financiera. Los marcos institucionales más fuertes en la zona del euro han paliado la amenaza de contagio de Grecia, pero no se han disipado los riesgos y las vulnerabilidades.

Se precisa una amplia gama de políticas adicionales para incrementar la eficacia e influencia de las políticas y para afianzar la estabilidad

En este informe se evalúan las respuestas de política de los bancos centrales tanto en las economías avanzadas como en las economías de mercados emergentes. Un mensaje central es que se necesitan medidas de política adicionales —más allá de las políticas monetarias— para lograr salir de la crisis pisando sobre terreno sólido. Las políticas tienen que abordar las secuelas de la crisis y facilitar una asunción de riesgos sostenible que a la vez contenga los excesos financieros en todos los mercados internacionales.

Para aprovechar al máximo el efecto de la expansión cuantitativa en la **zona del euro**, las acciones tomadas por los bancos centrales han de complementarse con medidas para restablecer la salud de los balances en el sector privado, desbloquear los canales de crédito, afianzar la solidez de las instituciones no bancarias y promover reformas estructurales. En concreto, se recomienda lo siguiente:

- Para desbloquear los canales de crédito se necesitan medidas de gran alcance que permitan resolver el problema de la carga de los préstamos en mora. Pese a la mejora de la capacidad de resistencia de los bancos a raíz de la Evaluación Integral y la introducción del Mecanismo Único de Supervisión del BCE, la calidad de los activos continúa deteriorándose, si bien a un ritmo más lento, y la cartera total en mora se sitúa ahora por encima de los €900.000 millones. Se debe alentar a los bancos a desarrollar y usar capacidad interna y externa especializada para administrar la cartera en mora, gestionar activamente las provisiones y proceder a la cancelación contable de los activos improductivos. Es necesario redoblar los esfuerzos para hacer más eficaces los marcos jurídicos que rigen las quiebras de empresas y personas. Si no se

toman medidas correctivas de política, la capacidad de préstamo de los bancos podría limitarse a un escaso 1% a 3% anual en promedio.

- Los desafíos a los que se enfrentan las compañías de seguros de vida también deben ser abordados sin demora. Los reguladores tienen que reevaluar la viabilidad de los productos basados en garantías y procurar alinear las garantías de rendimientos mínimos ofrecidos a los tenedores de las pólizas con las tendencias seculares de las tasas de política monetaria. Se necesitan medidas oportunas de regulación y supervisión para mitigar las repercusiones perjudiciales de las potenciales dificultades que enfrenten los aseguradores individuales. La adopción de una red de protección más armonizada incrementaría aún más la capacidad de resistencia del sector.
- Es necesario diversificar las fuentes de financiamiento de manera que este provenga menos de los bancos y más de los mercados de capitales. Pese a un aumento de los préstamos obtenidos en el mercado de capitales, estos representan tan solo alrededor de un 36% del sistema. Un mercado de capitales más profundo y amplio mejoraría el acceso al financiamiento, particularmente para las empresas más pequeñas, y potenciaría la eficiencia de los mercados financieros. En la zona del euro, para promover el uso de los mercados de capitales es necesario armonizar las leyes que rigen a las sociedades, la gestión de gobierno de las empresas, los regímenes de insolvencia y la tributación, de conformidad con la propuesta más reciente de la Unión de los Mercados de Capitales de la Comisión Europea.

En **Japón**, la eficacia de la expansión cuantitativa depende de las políticas que la apoyan. La implementación firme de la segunda y tercera flechas (reformas fiscales y estructurales) es esencial. Si estas reformas no se completan, los esfuerzos para sacar a la economía de la deflación tendrán menos probabilidades de ser exitosos. El Banco de Japón debe considerar reforzar los efectos de reequilibrio de la cartera de sus compras de activos, incrementando la proporción de activos privados en dichas compras y ampliando el programa para que incluya bonos públicos con vencimientos más prolongados, según resulte necesario para alcanzar la meta de inflación de 2%. Para estimular más el crédito bancario al sector privado, las autoridades deben expandir los servicios especiales de préstamo, dar un impulso al mercado de titulización de créditos e hipotecas para pequeñas y medianas empresas y reforzar el suministro de capital de riesgo, entre otras formas, promoviendo los préstamos basados en activos y eliminando las barreras de entrada y salida para las pequeñas y medianas empresas.

En **Estados Unidos**, el impacto de las fuerzas mundiales del mercado exige la adopción de políticas debidamente equilibradas, incluida la continua comunicación clara de las políticas monetarias. El ajuste fluido del mercado será más probable si se analizan e interpretan en detalle las principales variables económicas, dado que ahora la política monetaria depende de los datos. No obstante, las expectativas del mercado pueden no coincidir con la orientación proporcionada por la Reserva Federal, dando lugar a tensiones en el mercado y a crecientes riesgos de mercado y liquidez.

En Estados Unidos y otras economías con importantes sistemas financieros no bancarios, abordar la iliquidez y los potenciales efectos de contagio mediante un fortalecimiento de las

estructuras del mercado ayudará a afianzar la estabilidad. Como se señala en el capítulo 3, el sector de la gestión de activos necesita una vigilancia más estricta que conjugue una mejor supervisión de los riesgos microprudenciales con la adopción de un enfoque macroprudencial. Las políticas deben procurar abordar los desajustes entre la liquidez prometida a los propietarios de fondos comunes de inversión en épocas de bonanza y el costo de la falta de liquidez cuando se deben atender rescates durante períodos de tensión. Para ayudar a conseguir este objetivo las políticas deben reducir los incentivos de los propietarios de los activos para liquidar sus inversiones (alineando las condiciones de rescate de los fondos con la liquidez subyacente de los activos en los que se invirtió), lograr valoraciones más exactas de los activos netos, incrementar las reservas de liquidez en efectivo en los fondos comunes de inversión y mejorar la liquidez y transparencia de los mercados secundarios, especialmente los de deuda a más largo plazo. Los participantes en los mercados de bonos públicos y cambiarios también deberían contar con mayores incentivos para proporcionar liquidez al mercado secundario. Las autoridades deben examinar los actuales interruptores de circuito para mejorar su funcionamiento. Se debe reforzar la gestión y el control del riesgo: los supervisores deben ofrecer orientación coordinada a las empresas negociadoras, permitiéndoles fijar límites de riesgo coherentes y adecuados para los minoristas a escala individual. Las autoridades reguladoras y monetarias deben tener en cuenta la correlación entre las clases de activos a la hora de evaluar los riesgos sistémicos en los mercados financieros.

Los **mercados emergentes** deben procurar amortiguar el impacto de los vientos en contra a nivel mundial y proteger la capacidad de resistencia de sus sistemas financieros mediante una supervisión reforzada de los sectores vulnerables, particularmente en los siguientes aspectos:

- En China, la prioridad general tiene que ser permitir una corrección ordenada de los excesos, estableciendo límites sobre los aspectos más riesgosos de la banca paralela. Al mismo tiempo, el desapalancamiento ordenado requiere políticas integrales que faciliten una desaceleración gradual del crédito y, cuando sea necesario, la creación de mecanismos para la reestructuración ordenada de la deuda de las empresas, y la liquidación de las empresas no viables.
- En todos los mercados emergentes a nivel más general, la gran proporción de deuda denominada en monedas extranjeras implica que las medidas micro y macroprudenciales son cruciales para limitar los riesgos derivados de los shocks. Los reguladores tienen que someter a los bancos a pruebas de tensión relacionadas con los riesgos de moneda extranjera y precios de las materias primas, así como vigilar más de cerca y con más regularidad el apalancamiento de las empresas y las exposiciones en divisas, incluidas las posiciones en derivados.
- Para garantizar el correcto funcionamiento de los mercados, las autoridades deben prepararse para hacer frente a faltas de liquidez en los mercados de bonos en moneda local. Las autoridades nacionales podrían recurrir a los saldos en efectivo cuando sea necesario, o reducir la oferta de deuda a largo plazo al mercado para ayudar a atajar los aumentos de los diferenciales de los bonos. Al proporcionar financiamiento en moneda extranjera durante períodos de tensión, los acuerdos de líneas de crédito

recíproco (*swap lines*) bilaterales y multilaterales pueden apuntalar la confianza y ayudar a moderar la volatilidad excesiva en los mercados de divisas. Los recursos multilaterales como lo instrumentos del FMI también podrían aportar defensas adicionales.

El programa de reforma de la regulación financiera internacional ha fortalecido los marcos regulatorios, y está ayudando a robustecer las instituciones financieras y el sistema financiero mundial. Las entidades normativas mundiales y los reguladores nacionales ahora tienen que aclarar las normas regulatorias —y así dar más certidumbre a los bancos que están adaptando sus modelos operativos—, y para ello deben calibrar los requisitos recientes, incluidos el coeficiente de apalancamiento, el coeficiente de financiamiento estable neto y los requisitos de absorción total de pérdidas. También es imperativo adoptar regulaciones para transformar a la banca paralela en una fuente estable de financiamiento basada en el mercado.

Al mismo tiempo, deben reforzarse las políticas micro y macroprudenciales para las entidades no bancarias. Es posible que sea necesario reevaluar los marcos regulatorios para que las autoridades puedan comprender mejor los segmentos menos regulados del sector financiero que podrían causar problemas para el sistema bancario y la economía en general, y tomar las medidas necesarias para mitigar las vulnerabilidades detectadas.

Los cambios en los modelos bancarios internacionales han reducido los riesgos en los sistemas financieros anfitriones

En un sentido más positivo, en el capítulo 2 se examinan los cambios experimentados por la banca internacional desde la crisis financiera mundial y se llega a la conclusión de que estos cambios probablemente promoverán una mayor estabilidad de los préstamos bancarios en los países anfitriones. Se señala asimismo la necesidad de una mayor cooperación internacional para hacer frente a shocks regionales o mundiales a fin de aprovechar al máximo las ventajas de la banca transfronteriza y a la vez mitigar los riesgos.

Los bancos internacionales, en especial los de Europa, han reducido sus préstamos transfronterizos, mientras que los préstamos locales concedidos por sucursales y filiales de bancos extranjeros han permanecido constantes. Los bancos locales y regionales se han expandido para compensar, aunque sea parcialmente, la reducción de la exposición de los bancos de la zona del euro en algunas regiones. Como resultado, los vínculos intrarregionales se han profundizado, sobre todo en Asia. Los cambios en las regulaciones y la debilidad de los balances bancarios han contribuido significativamente en el pasado al retroceso observado en los préstamos transfronterizos, en tanto que las políticas monetarias acomodaticias pueden haber frenando ese retroceso.

El giro relativo en detrimento de los préstamos transfronterizos y a favor de los préstamos locales concedidos por filiales debe mejorar la estabilidad financiera de los países anfitriones. Los flujos de préstamos transfronterizos son más sensibles a los shocks mundiales que los préstamos locales y los flujos de cartera internacionales. Los préstamos transfronterizos también tienden a amplificar el efecto de los shocks internos adversos en el crédito. En cambio, los préstamos concedidos por filiales de propiedad extranjera son más resistentes que los préstamos concedidos por bancos internos durante crisis internas cuando el banco matriz está bien capitalizado y depende menos de fuentes de financiamiento no basadas en

depósitos. Sin embargo, es posible que la restricción de los préstamos transfronterizos ponga en peligro otras ventajas no examinadas en este capítulo.

La supervisión de los administradores de activos tiene que ser proporcional con los riesgos que plantean para el sistema financiero

En el capítulo 3 se llega a la conclusión de que el sector de la gestión de activos tiene que reforzar su marco de supervisión en dos aspectos clave: mejorar la supervisión microprudencial de los riesgos e incluir como componente normal de su orientación ciertas cuestiones macroprudenciales. Las empresas de gestión de activos pueden proporcionar crédito a la economía real incluso cuando los bancos atraviesan dificultades, y ofrecen ciertas ventajas con respecto a los bancos desde el punto de vista de la estabilidad financiera. Sin embargo, el crecimiento del sector y los cambios estructurales en los sistemas financieros han acentuado ciertas inquietudes en cuanto a la estabilidad. Los riesgos derivados de los fondos de cobertura (*hedge funds*) apalancados y los fondos del mercado monetario están ampliamente reconocidos, pero las opiniones están divididas en cuanto a los productos de inversión convencionales y menos apalancados (*plain-vanilla*).

No obstante, incluso los productos convencionales pueden plantear riesgos para la estabilidad financiera a través de dos canales: 1) problemas de incentivos entre los finales y los administradores de las carteras (que podrían provocar comportamientos de manada (*herding*), entre otras cosas) y 2) riesgos de retiros masivos debido a descalces de liquidez. El análisis empírico arroja indicios de muchos de estos mecanismos creadores de riesgo, aunque su importancia varía entre los distintos mercados de activos. Sin dictar sentencia sobre si los grandes administradores de activos deberían ser designados como de importancia sistémica, el análisis indica que el enfoque de inversión de un fondo es relativamente más importante que su tamaño en lo que se refiere a su contribución al riesgo sistémico.

Estas conclusiones apuntan a que los reguladores de los títulos-valores deberían adoptar un modelo de supervisión más activo, sustentado en estándares mundiales de supervisión y mejores datos e indicadores de riesgo. Se deben reexaminar las funciones y la idoneidad de las actuales herramientas de gestión de riesgo a fin de tener en cuenta la forma en que el sector de gestión de activos incide en el riesgo sistémico y la diversidad de sus productos.