

Informe sobre la estabilidad financiera mundial (GFSR)

octubre de 2010

Resumen general

El sistema financiero mundial se encuentra aún en un período de significativa incertidumbre y sigue siendo el talón de Aquiles de la recuperación económica. Si bien según el escenario de referencia la recuperación en curso continuará, y dará como resultado un fortalecimiento gradual de los balances, el progreso hacia la estabilidad financiera mundial ha sufrido un revés desde la edición de abril de 2010 del Informe sobre la estabilidad financiera mundial (GFSR). Los trastornos recientes en los mercados europeos de deuda soberana pusieron de relieve la mayor vulnerabilidad de los balances bancarios y soberanos como resultado de la crisis. La situación financiera ha mejorado posteriormente, gracias a las medidas decisivas adoptadas por las autoridades que contribuyeron a estabilizar los mercados de fondeo y a reducir los riesgos extremos, pero persisten incertidumbres sustanciales en los mercados. El producto mundial se ha expandido de acuerdo con las proyecciones anteriores, y el crecimiento es particularmente vigoroso en los países de mercados emergentes. Las economías maduras están efectuando la transición de un respaldo provisional a una demanda privada más autosostenida. Sin embargo, los balances soberanos son sumamente vulnerables a los shocks en el crecimiento, lo cual le resta certeza a la sostenibilidad de la deuda. En este contexto, las autoridades deben abordar las siguientes reformas críticas para asegurar la viabilidad del sistema financiero internacional y salvaguardar la recuperación: 1) hacer frente a los problemas que arrastra el sector bancario, incluida, de ser necesario, la recapitalización; 2) fortalecer los fundamentos de los balances soberanos, y 3) continuar aclarando y especificando la reforma regulatoria, tomando como base las mejoras sustanciales propuestas por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea.

El revés que sufrió el avance hacia la estabilidad financiera tuvo como causa la turbulencia en los mercados europeos de deuda soberana, cuando el aumento de la vulnerabilidad de los balances soberanos y bancarios se transformó en el foco de las inquietudes de los mercados. Debido a las dificultades que ya rodeaban la sostenibilidad de la

deuda soberana —sumadas a refinanciamientos de deuda concentrados en el corto plazo y a la falta de diversificación en la base de inversionistas—, algunos deudores soberanos de la zona del euro se encontraron en una posición vulnerable a las presiones de fondeo. Estas presiones se transmitieron al sector bancario e incrementaron la probabilidad de una coincidencia nefasta de contracción del crédito, desaceleración del crecimiento y debilitamiento de los balances. La respuesta decisiva a nivel nacional y supranacional para afrontar los riesgos soberanos y afianzar la confianza en el sistema financiero —sobre todo a través del suministro de información detallada sobre los balances bancarios— contribuyó a estabilizar los mercados de fondeo y mitigar los riesgos, pero las condiciones siguen siendo frágiles.

El capítulo 1 de este informe presenta un análisis de los retos que enfrentan los países avanzados debido a la yuxtaposición de una recuperación más lenta, refinanciamientos y niveles de deuda más elevados y un sector financiero que aún no se ha recuperado. El informe parte de la premisa de que los balances privados y soberanos continuarán fortaleciéndose en un entorno económico que mejorará poco a poco, y que se implementarán las medidas de política necesarias para corregir los problemas que arrastran los sistemas bancarios críticos, junto con importantes políticas de estabilización. No obstante, la agudización de los riesgos macroeconómicos a la baja, las presiones de financiamiento soberano y las tensiones del fondeo podría complicar la situación, lo cual exigiría hábiles maniobras a nivel de las políticas.

En Europa, la coordinación de programas de respaldo y el anuncio de reformas fiscales ambiciosas en los países que enfrentaban las mayores dificultades para captar fondos ayudaron a contener la turbulencia en la zona del euro tras su rápida escalada en mayo. Sin embargo, los riesgos soberanos se mantienen elevados porque los mercados continúan centrando la atención en la alta carga de la deuda pública, la desfavorable dinámica del crecimiento, y el aumento de los riesgos de refinanciamiento y las vinculaciones al sistema bancario. Los bancos de segunda categoría y los bancos de países cuyos diferenciales soberanos aún se encuentran sometidos a presión continúan teniendo apenas un acceso limitado a los mercados de fondeo y deben hacer frente a costos cada vez mayores. Aunque los gobiernos han instituido garantías nacionales y supranacionales para mantener abiertos los mercados, será necesario continuar con medidas de política decididas para seguir avanzando

con firmeza hacia el fortaleciendo de la capacidad de resistencia del sistema financiero.

En Estados Unidos, la estabilidad financiera ha mejorado, pero persisten focos de vulnerabilidad en el sistema bancario. Aunque los bancos han podido movilizar un volumen sustancial de capital y las necesidades previstas parecen razonables, posiblemente sea necesario captar capital adicional para revertir las tendencias recientes de desapalancamiento y quizá para cumplir con las reformas regulatorias nacionales. La debilidad del sector inmobiliario constituye otro desafío en Estados Unidos. En gran medida, las necesidades de capital aparentemente modestas de los bancos estadounidenses reflejan la gran escala de las empresas semiestatales y de otras intervenciones públicas sin las cuales esas necesidades habrían sido sustancialmente mayores. Esto pone de relieve en qué grado el riesgo se ha transferido de los balances privados a los públicos, así como la necesidad de hacer frente a la carga que ha recaído en las instituciones públicas.

En Japón, todavía resulta poco probable que a corto plazo se trastorne el mercado de los bonos públicos. Hasta el momento, gracias a la estabilidad del ahorro interno y a un saludable superávit en cuenta corriente, no hay tanta necesidad de captar fondos externos. Se prevé que con el correr del tiempo, a medida que la población envejezca y que se reduzca la fuerza laboral, disminuirán los factores que actualmente respaldan el mercado japonés de bonos; a saber, un ahorro privado elevado, un sesgo nacional y la falta de alternativas a los activos denominados en yenes.

Globalmente, los mercados emergentes han demostrado ser muy resistentes a las tensiones soberanas y bancarias en las economías avanzadas, y la mayoría han conservado el acceso a los mercados internacionales de capital. Los efectos de contagio transfronterizo estuvieron mayormente limitados a las regiones que tenían vínculos económicos y financieros significativos con la zona del euro. En vista de la actual desaceleración del crecimiento de los países avanzados, los mercados emergentes en general han resultado cada vez más atractivos para los inversionistas gracias a la solidez relativa de sus fundamentos económicos y al mayor vigor de su potencial de crecimiento. Esta redistribución internacional de los activos probablemente vaya en aumento mientras siga existiendo esa diferencia relativa. No obstante, persiste la inquietud de que los países destinatarios de los activos redistribuidos puedan experimentar una acumulación de riesgos macrofinancieros producida por las abundantes

entradas de capital, entre ellos los originados por el exceso de la demanda en los mercados locales y el aumento de la volatilidad.

Políticas para hacer frente a los riesgos

En muchos países avanzados, las autoridades tendrán que hacer frente a las interacciones generadas por un crecimiento lento, un creciente endeudamiento soberano y la persistente debilidad de las instituciones financieras. Además, será necesario sentar las bases del nuevo régimen regulatorio financiero.

Enfrentar los problemas que arrastra el sistema bancario. La confianza en el sector financiero no se ha restablecido del todo. Del lado positivo, las relaciones de capital regulador de los bancos han mejorado, y las rebajas contables y el provisionamiento para préstamos han disminuido a nivel internacional. Nuestra estimación de las rebajas contables que debieron efectuar los bancos entre 2007 y 2010 como consecuencia de la crisis han disminuido ligeramente, de US\$2,3 billones en la edición de abril último a US\$2,2 billones en la actualidad, principalmente gracias a la reducción de las pérdidas por títulos. Además, los bancos han avanzado en el reconocimiento de esas rebajas contables, y más de tres cuartas partes ya están declaradas, lo cual deja un remanente de aproximadamente US\$550.000 millones. Sin embargo, los bancos no han logrado avanzar tanto en hacer frente a las presiones de fondeo inminentes: en los 24 próximos meses deberán refinanciar casi US\$4 billones en deudas. Como consecuencia, habrá que planificar y estructurar con cuidado el desmantelamiento del respaldo extraordinario brindado al sistema financiero, incluida la eliminación de las garantías públicas a la deuda bancaria. La resolución o la reestructuración de las instituciones financieras más débiles —mediante clausuras, recapitalizaciones o fusiones— sigue siendo prioritaria para que los mercados de fondeo puedan regresar a la normalidad y el sector pueda recobrar la salud. Cuando fuera necesario deberían otorgarse garantías nacionales y supranacionales que sirvan de respaldo.

Fortalecer los fundamentos de los balances soberanos. A corto plazo, se debería brindar un respaldo supranacional adecuado a los balances soberanos de los países que enfrentan tensiones inmediatas. A mediano plazo, los balances soberanos deben seguir una

trayectoria creíble para asegurar la sostenibilidad fiscal (véanse la edición de octubre de 2010 de *Perspectivas de la economía mundial* y la edición de noviembre de 2010 de *Fiscal Monitor*). Los riesgos de refinanciamiento soberano deben abordarse con políticas de gestión de la deuda que prolonguen el promedio de las estructuras de vencimiento en la medida en que lo permitan las condiciones del mercado. También deberían formar parte del plan la gestión y la reducción de los pasivos contingentes públicos mediante el uso de mecanismos basados en los precios.

Aclarar y especificar las reformas regulatorias. Gran parte de los planes propuestos para la reforma financiera siguen inconclusos. Los órganos normativos internacionales han avanzado en la identificación de las fallas más flagrantes del sistema financiero internacional durante la gestación de la crisis, pero sus países miembros aún no se han puesto de acuerdo sobre muchos de los detalles de las reformas. Continúan los debates sobre cómo tratar las entidades que son demasiado importantes para quebrar, fortalecer los recursos e incentivos de supervisión, y elaborar el marco macroprudencial. Para poder seguir progresando será necesaria la voluntad de suprimir los intereses nacionales a favor de un sistema financiero internacional que sea más estable y funcione mejor. Cuanto antes se aclaren las reformas, más pronto podrán las instituciones financieras formular sus prioridades estratégicas y modelos comerciales. Si no hay progreso en este ámbito, las deficiencias regulatorias continuarán durante algún tiempo y habrá más posibilidades de que se reavive la inestabilidad financiera.

Nos complacen las recientes propuestas del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea que, como parte de estos esfuerzos, representan una mejora sustancial de la calidad y la cantidad del capital en comparación con la situación previa a la crisis. En particular, el capital propio representará una proporción más elevada de capital total y, por lo tanto, permitirá absorber mejor las pérdidas. Además, el volumen de activos intangibles y calificados que puede incluirse en el capital será limitado (hasta 15%); entre ellos, activos tributarios diferidos, derechos de gestión de hipotecas, inversiones significativas en acciones ordinarias de instituciones financieras y otros activos intangibles. Se ha establecido un proceso por etapas para que los bancos puedan ir cumpliendo con estos requisitos más estrictos principalmente mediante la retención de beneficios. A medida que se establezca el sistema financiero internacional y cuando la recuperación económica mundial esté

firmemente arraigada, se debería considerar la posibilidad de paulatinamente eliminar por completo los activos intangibles y acortar el período de transición. De esa manera, el sector bancario tendrá mayor capacidad para absorber los shocks que puedan ocurrir en el futuro. Además, es esencial avanzar con los planes globales de reforma. No basta con instituir regulaciones microprudenciales sólidas. Es necesario formular regulaciones adecuadas con un enfoque macroprudencial para moderar la prociclicidad y limitar los efectos sistémicos de las instituciones financieras, algunas de las cuales no son bancos.

En términos generales, las autoridades no pueden cejar en el empeño por reducir los riesgos de refinanciamiento, fortalecer los balances y reformar los marcos regulatorios. Tal como quedó claro en varias ocasiones durante los tres últimos años, las condiciones del sistema financiero internacional ahora pueden pasar de favorables a críticas con mucha rapidez. Por lo tanto, las autoridades no deberían desperdiciar las oportunidades de reforzar y recapitalizar los sistemas bancarios, abordar la situación de las entidades demasiado importantes para quebrar, reducir los pasivos contingentes y fijar una trayectoria fiscal creíble para los deudores soberanos. Como la situación sigue siendo frágil, habrá que mantener parte del respaldo público que se les otorgó a los bancos en los últimos años. Quizás haya que posponer las estrategias previstas para retirar las políticas monetarias y financieras poco convencionales hasta que la situación sea más sólida. Al mismo tiempo, es importante asegurar que la necesidad de apoyo extraordinario sea pasajera, ya que no puede tomar el lugar del saneamiento y la reforma de los sectores financieros, ni del realineamiento de sus incentivos para fortalecer los balances y reducir la toma excesiva de riesgos.

En los mercados emergentes, los retos para la política económica son diferentes, dado que la mayoría de los riesgos para el sistema financiero son al alza. Muchos necesitarán hacer frente a los efectos del éxito relativo, y la estabilidad dependerá de la capacidad para hacer frente a las oleadas de inversiones de cartera. En algunos casos, las políticas macroeconómicas tradicionales quizá deban estar complementadas por medidas macroprudenciales, ya que posiblemente no sean del todo adecuadas para resolver los retos macrofinancieros generados por circunstancias nacionales tales como presiones inflacionarias o burbujas de activos. Las políticas que permiten abordar flujos de capital elevados y volátiles son bien conocidas (véase el capítulo 4 de la edición de abril de 2010 de este informe y el

documento 10/04 de la serie *Staff Position Notes* del FMI). Además, los mercados emergentes deberían continuar con las políticas encaminadas a estimular el desarrollo de sistemas financieros locales para poder absorber flujos de capital en volúmenes más altos y darles una intermediación segura y eficiente.

Capítulo 2: Riesgo de liquidez sistémico

Una característica definitoria de la crisis fue la profundidad y la duración de los trastornos sistémicos de la liquidez en los principales mercados de fondeo, cuando las instituciones financieras se vieron simultánea y prolongadamente imposibilitadas de refinanciar u obtener nuevos fondos a corto plazo tanto entre mercados como entre países. El capítulo 2 examina este episodio y muestra cómo aumentó la vulnerabilidad de los bancos a un problema de fondeo como consecuencia de varios factores: nuevos proveedores de fondos mayoristas que eran menos estables; uso más generalizado de los créditos garantizados (acuerdos de recompra) basados en valoraciones cíclicamente elevadas de las garantías (en particular para productos de crédito estructurados) y procesos insuficientes de composición de márgenes; uso creciente de fondeo transfronterizo a corto plazo de activos a más largo plazo denominados en moneda extranjera; debilidades de la infraestructura de los mercados afines; y falta de información sobre los riesgos de contraparte. Es importante señalar que no había mucha conciencia del grado de interacción entre bancos e instituciones no bancarias en el uso de los mercados de fondeo a corto plazo. Por lo tanto, cuando los bancos centrales tuvieron que intervenir para estabilizar los mercados, se vieron obligados a proporcionar liquidez a instituciones no bancarias, aceptar una variedad más amplia de garantías como protección de los créditos, crear líneas de *swap* entre países y entre divisas, y tomar otras medidas, todo lo cual dio lugar a cuestiones de riesgo moral que continúan irresueltas.

El avance hacia la mitigación del riesgo de liquidez sistémico es difícil y no es fácil de medir, ya que los mercados de fondeo abarcan un conjunto diverso de instituciones que interactúan en múltiples mercados, cada uno con una infraestructura de diferentes características. El capítulo 2 examina esta cuestión, tanto para las instituciones como para los mercados. Las propuestas actuales —entre las que se destacan las del Comité de Supervisión

Bancaria de Basilea— se centran en medidas microprudenciales encaminadas a mejorar las reservas de liquidez y reducir los descargos entre activos y pasivos en bancos individuales. Aunque se trata de una medida útil, enfrentar los riesgos de liquidez sistémicos incrementando las reservas de una institución no ofrece una protección completa frente a un déficit sistémico de liquidez. En tales circunstancias, los bancos centrales probablemente deban intervenir como proveedores de liquidez de última instancia para respaldar a mercados e instituciones. A fin de evitar el uso excesivo de las facilidades de los bancos centrales y reducir al mínimo el riesgo moral, el marco aplicado al riesgo de liquidez debería estar centrado en asegurar que los bancos y otros agentes considerados importantes para la liquidez y la transformación de vencimientos contribuyan de alguna manera a un seguro contra riesgos sistémicos durante las épocas de prosperidad. Hacerlo bien requeriría un buen indicador del riesgo de liquidez sistémico. No obstante, para medir y vigilar debidamente ese riesgo habría que corregir lagunas significativas en los datos.

Aunque mitigar el riesgo de liquidez sistémico a nivel de las instituciones ciertamente forma parte de la solución, los mercados de fondeo también necesitan atención. La adopción de políticas que promuevan un funcionamiento más eficaz de mercados como el de las operaciones de recompra puede contribuir a reducir los riesgos sistémicos y evitar que las restricciones de liquidez se transformen en problemas de solvencia. Concretamente, la mejora de las reglas de valoración de las garantías, el establecimiento de políticas de composición de márgenes y el uso de contrapartes centrales podrían ayudar a moderar las vulnerabilidades. Otro objetivo de las políticas debería ser impedir corridas en los fondos comunes de inversión en mercados de dinero. El capítulo recomienda evitar el uso de valores de activos netos estables para las inversiones en esos fondos, de modo que los inversionistas comprendan mejor que el valor de su participación fluctuará según las condiciones del mercado. Este cambio debería iniciarse con cuidado y en un período de estabilidad para no causar la corrida que precisamente se busca evitar. Para abordar los riesgos de liquidez en estos fondos se puede recurrir también a otras soluciones, como las propuestas para los bancos (reservas más elevadas y menos transformación de vencimientos). En los casos en que no se instituyan valores de activos netos flexibles, es crucial aplicar a estos fondos los mismos requisitos que a las instituciones de depósito.

Capítulo 3: Calificaciones crediticias

La reciente escalada del riesgo de crédito soberano y las rebajas de las calificaciones de los instrumentos de crédito estructurados durante los dos últimos años pusieron de relieve las implicaciones de las calificadoras de riesgo para la estabilidad financiera. ¿Tiene implicaciones negativas para la estabilidad financiera la información que contienen las calificaciones, o se trata de la manera en que se las utiliza? El capítulo 3 arroja luz sobre esta cuestión, centrándose en las calificaciones de la deuda soberana.

El uso de las calificaciones es obligatorio en varios regímenes regulatorios; el ejemplo más destacado son los requisitos de capitalización bancaria del enfoque estandarizado de Basilea II. Muchas entidades del sector privado —fondos de pensiones, empresas de seguros y fondos comunes de inversión— usan las calificaciones o índices basados en ellas para tomar decisiones de inversión. Los bancos centrales también utilizan las calificaciones en sus políticas de garantía. Las redistribuciones de activos basadas en rebajas de las calificaciones —por ejemplo, cuando un título se clasifica por debajo del grado de inversión— pueden tener un efecto desestabilizador, provocando ventas forzadas y “efectos acantilado” (*cliff effects*) en la valoración. Una de las determinaciones del capítulo es que, efectivamente, las calificaciones influyen en la valoración de la deuda soberana y que los efectos acantilado son más pronunciados cuando la calificación cae por debajo del grado de inversión. De hecho, aun antes de una rebaja propiamente dicha, las advertencias contenidas en una recomendación (*outlook* o *watch*, en la jerga de las calificadoras de riesgo) negativa transmiten aún más información anticipada y tienen un impacto más profundo en los precios de mercado.

En cuanto a la exactitud, el análisis muestra que las calificaciones soberanas en general fueron acertadas. Los deudores soberanos que se declararon en cesación de pagos desde 1975 habían recibido una calificación inferior al grado de inversión el año anterior, lo cual lleva a pensar que la calificación ordinal que se precian de usar las calificadoras es significativa. Ahora bien, como los tipos de riesgo asumidos por los deudores soberanos han cambiado recientemente (por ejemplo, pasivos contingentes del sector bancario), sería útil para las calificadoras y para los inversionistas contar con mejor información pública sobre el

riesgo soberano.

Las calificadoras de riesgo han intentado producir calificaciones estables “a lo largo del ciclo” para satisfacer a los clientes que consideran costoso alterar con frecuencia su operatoria de acuerdo con las calificaciones. El capítulo muestra que una técnica de suavización típica utilizada por lo menos por una de las calificadoras tendría probabilidades de contribuir a la prociclicidad de las calificaciones, en comparación con un método que refleja debidamente información “puntual”. La razón es que la calificación “a lo largo del ciclo” espera hasta detectar si la degradación es permanente, más que pasajera, y si es de más de un escalón. Sin embargo, eso significa muchas veces que el rezago de la rebaja de calificación acentúa el movimiento ya negativo de la calidad del crédito.

Globalmente, el capítulo propone las siguientes políticas para moderar algunos de los efectos adversos que pueden tener las calificaciones y las calificadoras en la estabilidad financiera.

- Primero, los reguladores deberían eliminar las referencias a las calificaciones en las regulaciones si tienen probabilidades de causar efectos acantilado, y deberían alentar a los inversionistas a apoyarse más en su propia diligencia debida. Análogamente, los bancos centrales deberían establecer sus propias unidades de análisis del crédito si aceptan garantías con riesgos de crédito incorporados.
- Segundo, en la medida en que el enfoque estandarizado de Basilea II continúe utilizando calificaciones, se debería supervisar a las calificadoras con el mismo rigor que a los bancos que emplean sistemas de calificaciones internas, exigiéndoles declarar las mediciones de los créditos, someter los modelos de calificación a pruebas retrospectivas y efectuar análisis de exactitud *ex post*.
- Tercero, los reguladores deberían restringir el arbitraje de calificaciones y los conflictos de interés planteados por los modelos comerciales en los cuales los emisores pagan por la calificación de sus propios títulos, exigiendo que se suministre más información a los inversionistas. Es difícil mantener un modelo comercial en el cual paga el usuario porque no se puede restringir el acceso a las calificaciones y porque estas tienen una característica de bien público (ya

que reúnen información privada difícil de obtener). Por lo tanto, es preferible mitigar los conflictos de interés que plantea ese modelo divulgando toda calificación preliminar obtenida y haciendo constar quién la pagó.