

Informe sobre la estabilidad financiera mundial

AL DÍA

Actualización sobre el mercado

Departamento de Mercados Monetarios y de Capital

Desde la publicación de la edición de abril de 2011 del informe sobre la estabilidad financiera mundial (Global Financial Stability Report, o GFSR), los riesgos financieros se han agudizado por tres razones. Primero, si bien el escenario de base continúa siendo una recuperación mundial a múltiples velocidades, los riesgos a la baja en torno a este escenario han aumentado. Segundo, la inquietud con respecto a la sostenibilidad de la deuda y al respaldo con que cuentan los programas de ajuste en la periferia de Europa está generando presiones en los mercados y preocupaciones por las posibilidades de contagio. Los riesgos políticos también están abriendo interrogantes sobre el ajuste fiscal a mediano plazo en algunos países avanzados, sobre todo, Estados Unidos y Japón. Tercero, aunque últimamente el apetito de riesgo se ha atenuado en cierta medida, el prolongado periodo de tasas de interés bajas puede empujar a los inversionistas hacia activos más riesgosos, en búsqueda de mayor rentabilidad. Esta tendencia podría generar desequilibrios financieros para el futuro, sobre todo en algunos mercados emergentes. Frente a estas tensiones, persisten retos profundos. Pese al avance logrado, el afianzamiento de la solidez de los sistemas financieros aún resulta insuficiente. Los mercados podrían perder la paciencia y alterarse si la situación política coartara el ímpetu para la consolidación fiscal y el saneamiento y la reforma financiera. En vista de estos riesgos, las autoridades deben acelerar las medidas encaminadas a abordar las vulnerabilidades financieras de larga data descritas en el informe GFSR mientras existe aún la oportunidad de hacerlo.

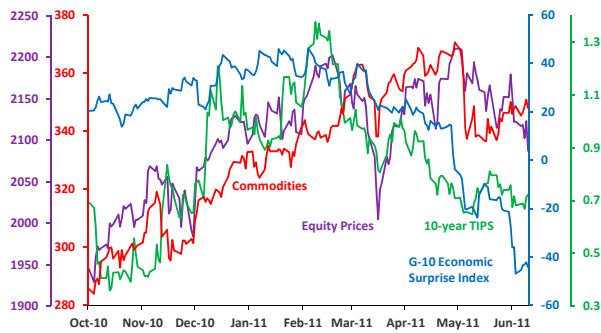
Los precios de los mercados reflejan una desaceleración a mitad del ciclo

El escenario de base de una recuperación económica a múltiples velocidades se mantiene intacto, como se describe en la actualización de *Perspectivas de la economía mundial*. Uno de los principales factores detrás del afianzamiento de la estabilidad financiera contemplado en la edición de abril del GFSR ha sido la recuperación económica mundial, que ha contribuido a reforzar los balances del sector privado y de los bancos. Sin embargo, frente a las sorpresas negativas de los datos económicos

recientes, los inversionistas se están replanteando el ritmo y el vigor de la recuperación (gráfico 1).

En Estados Unidos, las inquietudes en torno a una contracción del crecimiento, en parte debidas a la renovada debilidad de los mercados inmobiliarios, han empujado a la baja los rendimientos reales de los títulos del Tesoro nacional y han comenzado a ejercer presión sobre los activos riesgosos. En términos más generales, como los inversionistas comienzan a inclinarse más por los bonos que por las acciones, los mercados

Figure 1. Mid-Cycle Slowdown

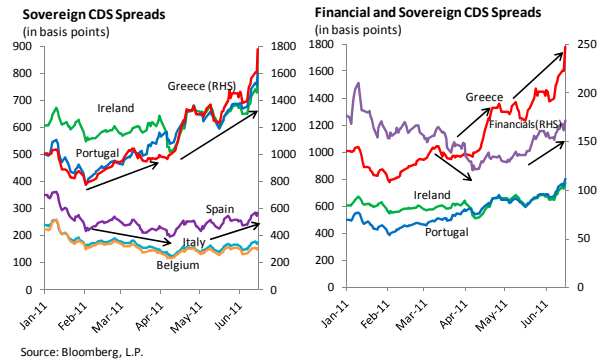


accionarios mundiales han retrocedido con respecto a los niveles máximos de fines de abril. Los precios de las materias primas han disminuido y continúan siendo sumamente volátiles en medio de recortes de las posiciones largas netas en los mercados de futuros.

Se han intensificado las inquietudes en torno a la sostenibilidad de la deuda y al respaldo con que cuentan los programas de ajuste de la periferia de la zona del euro. . .

En los mercados se han reavivado las dudas en cuanto a la sostenibilidad de la deuda y al respaldo con que cuentan los programas de ajuste de los países más pequeños de la periferia europea. Los diferenciales de los *swaps* de riesgo de incumplimiento de crédito (*credit default swaps* o *CDS*) han alcanzado nuevos máximos en Grecia, en medio de inquietudes sobre el grado de determinación política necesario para llevar a cabo el ajuste y obtener el financiamiento necesario. Esto, a su vez, ha llevado al mercado a centrar la atención nuevamente en la posibilidad de que se transmitan shocks de los entes soberanos a los bancos, dado que los sistemas bancarios de los países del núcleo de Europa aún mantienen una fuerte exposición frente a los países periféricos (gráfico 2). Si se produjera un trastorno grave en los mercados, el shock podría repercutir más allá de la zona del euro a través de las

Figure 2. Contagion Risks Are Rising in the Euro Area Periphery

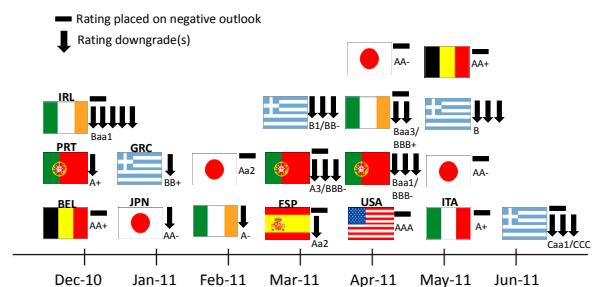


exposiciones transfronterizas y de una disminución general del apetito de riesgo.

. . . en tanto que las perspectivas de riesgo soberano en algunas economías más grandes han empeorado.

Las medidas en torno a calificaciones soberanas negativas se han extendido más allá de Grecia, Irlanda y Portugal, hasta alcanzar a otros países de la zona del euro (gráfico 3). Esto refleja la inquietud de que será difícil forjar el consenso político necesario para la consolidación fiscal y las reformas estructurales. También se están agudizando las inquietudes de los mercados en cuanto a la trayectoria fiscal de Estados Unidos, ya que se observan pocos avances para salir del *impasse* político sobre la manera de llevar a cabo la consolidación fiscal necesaria. A corto plazo, los mercados tienen la atención puesta en la posibilidad de que fracasen las negociaciones

Figure 3. The Ratings Outlooks in Some Advanced Economies Have Been Downgraded



Sources: Fitch, Moody's; and Standard & Poor's. Notes: When there were downgrades by both Standard & Poor's and Fitch, the rating shown is S&P's. Number of arrows correspond to the number of notches downgraded and, whenever there were downgrades from more than one agency, the biggest downgrade is shown.

para incrementar el tope de la deuda, que se alcanzará a fines de agosto según las estimaciones de las autoridades estadounidenses, a menos que se tomen medidas al respecto. Ante el riesgo de una cesación de pagos temporal, los diferenciales de los CDS estadounidenses a corto plazo han superado los de algunos países cuya calificación está por debajo de la AAA de Estados Unidos. Incluso esa calificación ha quedado en duda tras el panorama negativo anunciado en abril por S&P. En Japón, las calificadoras de riesgo han rebajado las calificaciones de las perspectivas soberanas debido a las dudas en torno a la capacidad del gobierno para reducir el déficit.

El prolongado período de tasas de interés cero promueve la toma de riesgo, incluida la búsqueda de mayor rentabilidad

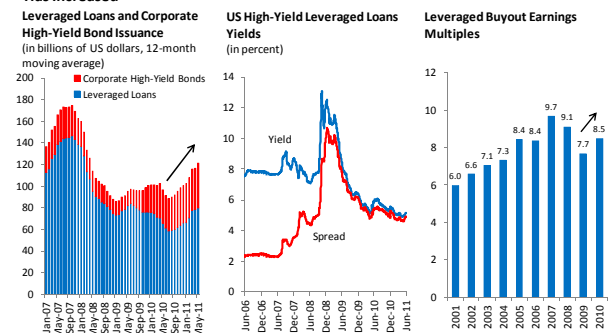
El bajo nivel de las tasas de interés de las economías avanzadas está promoviendo focos de reapalancamiento, al reducir el costo total del capital que los prestatarios empresariales obtienen mediante endeudamiento. Esto está alentando a los inversionistas a recurrir al apalancamiento financiero para generar rentabilidades de capital suficientemente atractivas. Aunque los diferenciales de crédito se mantienen por encima de los niveles previos a la crisis, el nivel ultra bajo de las tasas de interés a corto plazo significa que el costo de la deuda ahora es menor, a tasas tanto flotantes como fijas. Gracias a ello, los coeficientes de servicio de la deuda son más favorables, incluso con cargas de deuda más altas, lo cual les permite a las empresas operar con más apalancamiento financiero (gráfico 4).

A medida que se recuperan los precios de los préstamos apalancados (tras los profundos descuentos de 2008–09) y caen las rentabilidades, los inversionistas recurren más y

más a la ingeniería financiera para obtener rendimientos de dos dígitos. Tanto las transacciones de capital de riesgo nuevas como las refinanciadas llevan a pensar que los balances empresariales en cuestión se están acercando rápidamente a los múltiplos de apalancamiento observados antes de la crisis. Aunque el volumen agregado de apalancamiento financiero suministrado continúa siendo muy inferior al registrado antes de la crisis, los inversionistas en bonos empresariales de alto rendimiento y préstamos apalancados últimamente han realizado captaciones con múltiplos de ganancias más elevados, que no están muy por debajo de los niveles anteriores a 2007.

A pesar del nerviosismo reciente en los mercados, la búsqueda de mayor rentabilidad también está encauzando flujos hacia los mercados emergentes, y sobre todo hacia los mercados de deuda empresarial. Aunque estas entradas de capital son volátiles, a menudo están amplificando una situación de liquidez interna de por sí voluminosa. De continuar, estas condiciones amenazan con generar valuaciones exageradas y plantean la preocupación de que algunos países puedan estar reapalancándose con demasiada rapidez. Los flujos destinados a fondos comunes de inversión en deuda de mercados emergentes han sido vigorosos (como porcentaje del activo

Figure 4. High-Yield Debt Issuance Has Surged, Spreads Have Dropped and Leverage Has Increased

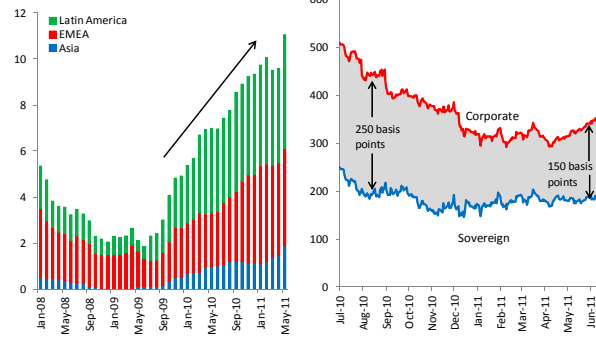


Sources: Barclays Capital; Bloomberg, L.P.; Dealogic; S&P/LCD; and IMF staff estimates.

total, están detrás únicamente de los fondos de alta rentabilidad y de los fondos de materias primas). Ni siquiera los volúmenes récord de emisión de bonos empresariales de mercados emergentes bastan para atender la demanda, y la diligencia debida de los inversionistas está flaqueando. La emisión de deuda empresarial externa de mercados emergentes durante el primer trimestre de 2011, que ascendió a casi US\$65.000 millones, fue la más elevada de los tres últimos años, y los mercados esperan un récord de emisión para el año en su totalidad (gráfico 5). Los bonos empresariales de los mercados emergentes se presentan más y más como sustitutos de los bonos empresariales de alto rendimiento estadounidenses; al ofrecer una capitalización de mercado parecida, menor apalancamiento y rentabilidades más altas con la misma calificación crediticia, atraen un abanico más amplio de inversionistas. Aunque esto podría interpretarse como un avance, en el sentido de que ahora gozan de acceso al capital empresas que antes sufrían restricciones crediticias, el riesgo es que, de continuar esta tendencia, un volumen excesivo de capital podría estar moviéndose con demasiada rapidez hacia los mercados emergentes. Esta situación podría conducir a una valoración incorrecta del crédito y/o a una interrupción repentina de los flujos de capital si, a raíz de sucesos desfavorables, se produjera una rápida retracción del apetito de riesgo.

Aunque hay pocas evidencias de una sobrevaluación generalizada de los precios de los activos en los mercados emergentes, un motivo de inquietud reciente ha sido el sector inmobiliario en las economías asiáticas emergentes de rápido crecimiento, y posiblemente en algunos países de otras regiones de mercados emergentes. El aumento de los precios de las propiedades en Asia quizás esté perdiendo ímpetu (con la posible excepción

Figure 5. The Search for Yield Has Spilled Over into EM Corporate Debt
Emerging Market External Bond Issuance (in billions of US dollars, 12-month moving average)
Corporate and Sovereign Bond Spreads (in basis points)



Sources: Bloomberg, L.P., Bond, Equity and Loan database of the IMF sourced from Dealogic; and IMF staff estimates.

de la RAE de Hong Kong) como resultado de las firmes medidas macroprudenciales y administrativas, y de cierta moderación del crecimiento económico. Sin embargo, si el crecimiento sufriera una desaceleración drástica, podría producirse una fuerte corrección de los precios de las propiedades, teniendo en cuenta que en varios mercados aún son elevados.

Las inquietudes del mercado en torno a los precios de las propiedades se centran en China. Para frenar la inflación, el banco central ha adoptado políticas financieras más restrictivas y subido las tasas de interés de política monetaria. Si esas medidas producen una desaceleración inesperadamente marcada, el impacto en los precios de las propiedades podría ser aún más profundo. Esto se debe en parte a una historia reciente de inversión vigorosa en el sector inmobiliario, en la que también participaron las autoridades locales como parte de las medidas de estímulo emprendidas para hacer frente a la crisis mundial.

Las autoridades deben procurar avanzar rápidamente en el robustecimiento del sistema financiero

Persisten profundos desafíos financieros, aun si los factores de vulnerabilidad se ocultan detrás

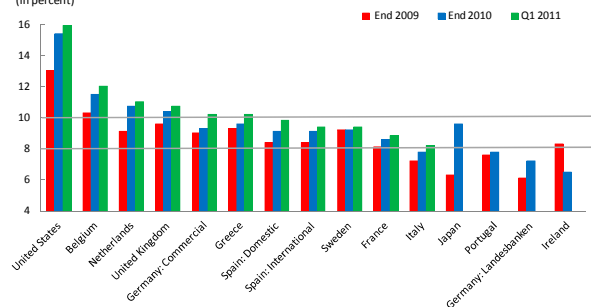
de condiciones monetarias y de liquidez sumamente acomodaticias. La oportunidad actual para preparar el sistema financiero y económico a fin de resistir potenciales shocks sistémicos —fundamentalmente, aportando claridad a soluciones que, aplicadas en la totalidad de la zona del euro, alivien las tensiones de la periferia— podría desvanecerse de forma inesperada; por ejemplo, si un aumento repentino de la aversión al riesgo (causado quizá por factores no relacionados) lleva a los participantes del mercado a ser menos tolerantes con la adopción de soluciones de política incompletas. También podría desvanecerse debido a acontecimientos políticos, ya sea porque los programas de ajuste pierden respaldo político en los países deudores o porque seguir financiando esos programas pone a prueba la paciencia de la población de los países acreedores.

Por lo tanto, a fin de prepararse para los shocks se necesita un sistema financiero más robusto, particularmente en Europa. Esto exigirá una respuesta coordinada y multinacional en materia de políticas. Si bien se ha avanzado en el saneamiento del sistema bancario, el ritmo es demasiado lento. En primer lugar, los bancos siguen enfrentando dificultades para financiarse. Los rendimientos de sus bonos han aumentado y algunos bancos de países europeos periféricos siguen dependiendo mucho del Banco Central Europeo (BCE) para obtener respaldo de liquidez. En algunos países, los bancos son vulnerables a un nuevo endurecimiento de las condiciones de financiamiento y tendrán que acelerar el ritmo de refinanciamiento de los vencimientos.

En segundo lugar, algunos bancos aún no han eliminado en forma suficiente los riesgos de sus balances, y eso ha generado una gran incertidumbre acerca de la calidad de los

activos, en vista de la tenencia de activos heredados y las considerables exposiciones en el mercado inmobiliario. En tercer lugar, es necesario acelerar el ritmo de recapitalización para constituir reservas contra pérdidas de activos o shocks de liquidez (gráfico 6). Las pruebas de tensión que realizará próximamente la Autoridad Bancaria Europea brindan una oportunidad importante para actualizar la evaluación de los riesgos en el sistema bancario europeo y para abordar el problema de los bancos de débil capitalización señalado en el informe *GFSR* de abril. Si se determina la presencia de potenciales deficiencias de capital, será crucial constatar la existencia de planes para cubrirlas sin demora y para llevar a cabo la resolución de los bancos no viables.

Figure 6. Bank Capitalization Is Improving, but Unevenly
Selected Bank Core Tier 1 Capital Ratios
(in percent)



Sources: Bankscope; SNL Financial; and IMF staff estimates.

En los mercados emergentes las autoridades deben precaverse contra el sobrecalentamiento y la acumulación de desequilibrios financieros en un entorno de fuerte crecimiento del crédito y aumento de la inflación, que en algunos países se ve agravado por la afluencia de capitales. El apalancamiento de las empresas también está en aumento y un creciente número de empresas menos sólidas están accediendo a los mercados de capital. Esto podría incrementar la vulnerabilidad de los balances corporativos ante shocks externos. Las fuertes presiones de la demanda interna, especialmente en las economías emergentes de

Asia y América Latina, requieren medidas macroeconómicas para evitar el sobrecalentamiento, la acumulación de riesgos financieros y el deterioro de la credibilidad de las políticas. Las herramientas macroprudenciales y, en algunos casos, el uso limitado de controles de capital, pueden ayudar a gestionar los flujos de capital y sus efectos. No obstante, estas medidas no pueden sustituir la adopción de políticas macroeconómicas adecuadas.

En resumen, las autoridades deben actuar ahora para robustecer el sistema financiero:

- Los riesgos a la baja han vuelto a pasar a primer plano, incluido el riesgo de que la recuperación económica mundial quizá sea más frágil de lo que se había pensado, lo que significa que tal vez esté agotándose el tiempo para corregir las vulnerabilidades.
- Al mismo tiempo, se ha reducido el margen de maniobra para contrarrestar los shocks, sobre todo por medio de

mecanismos tradicionales de política fiscal y monetaria.

- Por lo tanto, será esencial fortalecer el sistema financiero lo suficiente para que pueda resistir grandes shocks potenciales, y para que así pueda apoyar la recuperación que está en curso. Las prioridades clave son, en primer lugar, robustecer el actual sistema financiero, en especial para sanear el legado de la crisis en las economías avanzadas, y en segundo lugar, concluir el programa de reforma financiera a la brevedad posible.

Por último, las autoridades deben trazar una ruta que facilite la recuperación pero que no permita la acumulación de riesgos excesivos en el futuro. Es probable que esto resulte particularmente difícil en los mercados emergentes donde las autoridades enfrentan crecientes presiones inflacionarias y una agudización de los desequilibrios financieros. Para lograrlo es necesario adoptar políticas macroeconómicas más restrictivas y recurrir a medidas macroprudenciales.