

# RESUMEN EJECUTIVO DEL INFORME GFSR

## **CAPÍTULO 1: SE ATENÚAN LOS RIESGOS AGUDOS: SE PRECISAN MEDIDAS PARA AFIANZAR LA ESTABILIDAD**

### **FINANCIERA**

Las condiciones mundiales financieras y la situación de los mercados han mejorado notablemente en los últimos seis años, lo cual ha brindado un apoyo adicional a la economía y ha propiciado una marcada recuperación de los activos de riesgo. Estas condiciones favorables obedecen al efecto combinado de compromisos más profundos en materia de políticas, la renovación del estímulo monetario y el continuo apoyo a la liquidez. Juntas, estas medidas han atenuado los riesgos extremos, mejorado la confianza y reforzado las perspectivas económicas. Sin embargo, como la coyuntura económica mundial sigue siendo débil, la mejora de las condiciones financieras solo puede continuar con nuevas medidas de política que aborden los riesgos subyacentes para la estabilidad y que promuevan una recuperación económica ininterrumpida. Para lograr mejoras continuas será necesario seguir saneando los balances en el sector financiero y reducir gradualmente el sobreendeudamiento público y privado. Si los avances en la solución de estos desafíos a mediano plazo sufren contratiempos, los riesgos podrían reaparecer. La crisis financiera mundial podría entrar en una fase más crónica, caracterizada por un deterioro de las condiciones financieras y por episodios recurrentes de inestabilidad financiera.

**La crisis en la zona del euro: Los riesgos agudos han disminuido, pero hay muchas tareas pendientes**

En la zona del euro, los riesgos agudos para la estabilidad a corto plazo han disminuido considerablemente. Las condiciones de financiamiento en los mercados de deuda para entidades soberanas, bancarias y empresariales han mejorado. Pese a estos avances notables, muchos bancos en la periferia de la zona del euro siguen enfrentando problemas relacionados con los altos costos de financiamiento, el deterioro de la calidad de los activos y la escasa rentabilidad. El mecanismo de transmisión del crédito sigue siendo débil en varias economías dado que el saneamiento de los balances es desigual, mientras persiste la fragmentación entre el núcleo y la periferia de la zona del euro. Las empresas en la periferia se ven directamente afectadas por la debilidad de los balances de los bancos, las dificultades cíclicas y, en muchos casos, su propio sobreendeudamiento. Según el análisis que se presenta en este informe, el sobreendeudamiento de las empresas cotizadas en bolsa en la periferia de la zona del euro es considerable: equivale hasta una quinta parte de la deuda pendiente de pago. Para limitar el desapalancamiento que se necesita en el sector empresarial, es esencial que se sigan realizando esfuerzos para reducir la fragmentación y los costos de financiamiento, y no interrumpir la ejecución de los planes de reestructuración en marcha para mejorar la productividad. Además, para aliviar la carga de la deuda quizá sea necesario combinar las ventas de activos o los recortes de los dividendos con la inversión.

### **Desafíos bancarios: Problemas de desapalancamiento, modelos operativos y solidez**

Los bancos en las economías avanzadas han dado pasos importantes para reestructurar sus balances, pero el progreso ha sido desigual, ya que los sistemas se encuentran en distintas etapas del proceso de saneamiento. Dicho proceso prácticamente se ha completado en Estados Unidos, pero en ciertos bancos europeos es necesario redoblar esfuerzos. En particular, los

bancos en la periferia de la zona del euro se enfrentan a desafíos considerables que disminuyen su capacidad para apoyar la recuperación económica. Otros bancos europeos soportan presiones menos agudas sobre sus balances, pero los procesos de eliminación de riesgos y desapalancamiento no han llegado a su fin. En el caso de los bancos de las economías de mercados emergentes, el desafío principal consiste en seguir apoyando el crecimiento y a la vez resguardarse de las crecientes vulnerabilidades internas. Las nuevas condiciones de regulación y en los mercados también están obligando a los bancos a escala mundial a reformar sus modelos operativos a fin de reducir su tamaño, simplificar su estructura y concentrarse más en sus mercados locales.

### **Aumentan los riesgos para la estabilidad derivados de las políticas monetarias laxas**

El uso de políticas monetarias no convencionales en las economías avanzadas sigue brindando un apoyo esencial a la demanda agregada. Estas políticas están dando lugar a un importante reequilibrio de las carteras de los inversionistas privados a favor de activos de mayor riesgo, que es lo que se pretendía. Sin embargo, un período prolongado de extraordinaria expansión monetaria podría situar el reequilibrio de las carteras y el apetito de riesgo en niveles que generarían fuertes efectos secundarios negativos. Si bien las políticas ofrecen ventajas netas que siguen siendo muy positivas en la actualidad, es imperativo vigilar de cerca y controlar estos efectos secundarios. Preocupa de manera especial la posibilidad de que se valore incorrectamente el riesgo de crédito, que los fondos de pensiones y las empresas de seguros más débiles asuman posiciones más riesgosas y que aumente el riesgo de liquidez, en particular en países en los que la recuperación está en una etapa más avanzada. El apalancamiento de las empresas está aumentando en Estados Unidos y ya ha recorrido aproximadamente lo que

constituye una tercera parte de un ciclo típico. Otros efectos de contagio provienen de los excesivos flujos de capitales hacia las economías de mercados emergentes, donde las empresas —cuyas finanzas en general son sólidas en la actualidad— están asumiendo más deuda e incrementando sus posiciones en moneda extranjera en vista de los bajos costos de endeudamiento. En términos más generales, las favorables condiciones de financiamiento en las economías de mercados emergentes podrían hacer que se desestimen los crecientes desafíos para la estabilidad financiera interna. Las valoraciones aún no han alcanzado niveles de tensión (excepto en unos pocos focos problemáticos), pero la sensibilidad a las tasas de interés más altas y a la mayor volatilidad del mercado a escala mundial ha aumentado para todas las clases de activos, incluido el caso de las economías de mercados emergentes. Un período prolongado de condiciones monetarias laxas exacerbará los factores de vulnerabilidad y la sensibilidad a un aumento de las tasas de interés.

### **Reimpulsar el programa de reforma regulatoria**

Aunque se ha avanzado mucho en la mejora de las regulaciones del sector financiero a escala mundial y nacional, el proceso de reforma sigue inconcluso. Los sectores bancarios aún están reponiéndose, y el ritmo de la reforma se ha moderado tal como correspondía para que a los bancos no les resulte más difícil otorgar créditos a la economía mientras recuperan su solidez. Pero otro factor que incide en el ritmo de reforma son las dificultades para llegar a un acuerdo sobre cómo deberían proseguir las reformas clave, dificultades que se derivan de la preocupación de que los bancos se enfrenten a mayores desafíos estructurales.

Las demoras en la conclusión del programa de reforma no solo son una fuente de continua vulnerabilidad sino también una causa de incertidumbre regulatoria que puede incidir en la voluntad de los bancos para otorgar préstamos. Estas demoras dan lugar a una proliferación de iniciativas no coordinadas orientadas a restringir directamente la actividad en diferentes jurisdicciones. Estas iniciativas responden a fuertes imperativas políticas para que se tomen medidas, y quizá no sean coherentes con los esfuerzos por armonizar las normas mundiales mínimas y podrían comprometer la eficacia del programa de reforma del G-20, en lugar de complementarlo.

Por lo tanto, las autoridades deben tomar medidas decisivas para reestructurar los bancos débiles e incentivar la creación de nuevas defensas de capital y liquidez como parte de la implementación uniforme a escala internacional de las reglas de Basilea III. Sigue siendo esencial mejorar la forma en que los bancos presentan informes y declaran datos financieros a fin de promover la transparencia y la valoración prudente y coherente de activos ponderados en función del riesgo. Una mejor divulgación de datos ayudará a fomentar la disciplina del mercado y a restablecer la confianza en los bancos. Asimismo, se necesitan regímenes eficaces de resolución para facilitar la salida ordenada de los bancos no viables, incluidos acuerdos transfronterizos eficaces para la liquidación de bancos internacionales en quiebra. Por último, es necesario trabajar más a fondo en el problema de las entidades demasiado grandes para quebrar, la reforma de los instrumentos derivados extrabursátiles y la regulación de la banca paralela.

Lo que se necesita ahora es un compromiso político renovado a nivel mundial y nacional para llevar a término el programa de reforma. Este compromiso es crucial para reducir a un mínimo la

incertidumbre y el arbitraje regulatorios y para reducir la fragmentación financiera. Si no se abordan con mayor urgencia los temas de la cooperación internacional y la reestructuración integral de la banca, la debilidad de los balances de los bancos seguirá frenando la recuperación y planteando riesgos para la estabilidad mundial.

### **Políticas para lograr la estabilidad financiera y la recuperación**

Es necesario adoptar nuevas medidas de política para corregir las debilidades de los balances en el sector privado y el sector público, mejorar el flujo de crédito para apoyar la recuperación y afianzar el sistema financiero mundial. Estas medidas deberían seguir siendo respaldadas por políticas monetarias laxas.

En la *zona del euro*, las prioridades son sanear los balances de los bancos y tomar medidas para fortalecer el marco de supervisión financiera en la Unión Europea.

- Es necesario reforzar los balances y los modelos operativos de los bancos para consolidar la confianza de los inversionistas, reducir la fragmentación y mejorar la oferta de crédito para las pequeñas y medianas empresas que sean solventes. Fortaleciendo la divulgación de datos de los bancos y realizando exámenes selectivos de la calidad de los activos se ayudará a restablecer la confianza en los balances de los bancos y a mejorar la disciplina del mercado.
- Para anclar la estabilidad financiera en la zona del euro y para resolver la crisis de manera permanente es indispensable avanzar de manera rápida y sostenida hacia el establecimiento de un mecanismo único de supervisión eficaz y completar la unión bancaria. Aproximadamente al mismo tiempo que este mecanismo único de supervisión debería entrar en funcionamiento un

mecanismo único de resolución. Paralelamente debería acordarse un calendario para el establecimiento de una autoridad de resolución única y un sistema común de garantía de depósitos, con apoyos financieros comunes. Deben aplicarse sin demora las iniciativas propuestas para armonizar las normas sobre requisitos de capital, resolución, sistemas de garantía de depósitos y supervisión de seguros a nivel de UE. También deben establecerse las modalidades y los mecanismos de gestión para la recapitalización directa de los bancos a través del Mecanismo Europeo de Estabilidad.

- Los acontecimientos en Chipre destacan la urgencia de concluir las reformas en toda la zona del euro para revertir la fragmentación financiera y seguir apuntalando la resistencia de los mercados.

*A nivel mundial*, es necesario mantenerse atentos a que las políticas monetarias laxas y un largo período de tasas de interés bajas no culminen en nuevos excesos de crédito. Esto reviste particular importancia en el caso de Estados Unidos. Debe llevarse a cabo una supervisión financiera más estricta para limitar el alcance de dichos excesos, y será necesario que la regulación cumpla una función más activa durante este ciclo a nivel macroprudencial y microprudencial. Los objetivos clave seguirán consistiendo en frenar un aumento demasiado veloz del apalancamiento y fomentar la aplicación de normas de prudentes de suscripción de préstamos.

En las *economías de mercados emergentes*, las autoridades tienen que mantenerse alertas a los riesgos derivados del aumento de los flujos de capitales transfronterizos y la agudización de los factores de vulnerabilidad financiera.

Juntas, las medidas mencionadas consolidarán el reciente afianzamiento de la estabilidad financiera, reforzarán el sistema financiero mundial y respaldarán la mejora continua de las perspectivas económicas.

## **CAPÍTULO 2: SWAPS DE RIESGO DE INCUMPLIMIENTO SOBERANO**

El debate sobre la utilidad de los mercados de swaps de riesgo de incumplimiento soberano (SCDS, por sus siglas en inglés) se intensificó a raíz del episodio más reciente de tensión soberana en la zona del euro. En el capítulo 2 se analiza más a fondo si los mercados de SCDS son buenos indicadores del riesgo de crédito soberano y si ofrecen un instrumento de protección valioso a los operadores de cobertura de riesgos; o si, por lo contrario, propician excesos especulativos y generan mayores costos de financiamiento soberano e inestabilidad financiera. La conclusión es que muchas de las percepciones negativas carecen de fundamento. Los mercados de SCDS y de bonos soberanos tienen una capacidad similar para reflejar los fundamentos económicos y los factores del mercado. Los mercados de SCDS tienden a transmitir la información nueva más rápidamente que los mercados de bonos públicos durante los períodos de tensión, aunque no en otros momentos; pero los mercados de SCDS no parecen ser más propensos que otros mercados financieros a la alta volatilidad. Si bien en algunos mercados de SCDS de la zona del euro se detectó una reacción excesiva durante los episodios de tensión más recientes, hay pocos indicios de que los aumentos "excesivos" de los diferenciales de los SCDS de un país provoquen aumentos generales de los costos de financiamiento soberano. Es difícil responder a la pregunta de si los mercados de SCDS tienden más a ser contagiosos en comparación con otros mercados porque ahora las instituciones soberanas y financieras están



más interconectadas, y por lo tanto los riesgos inherentes a los SCDS no pueden separarse fácilmente del riesgo del sistema financiero.

Este capítulo no ofrece argumentos a favor de la prohibición de compras de protección mediante SCDS en descubierto, que entró en vigor en la Unión Europea en noviembre de 2012. Las iniciativas en que se basan las reformas de los instrumentos derivados extrabursátiles —que requieren una mejor divulgación de datos, alientan la liquidación centralizada y exigen la presentación de garantías adecuadas— deberían ayudar a despejar las preocupaciones acerca de los efectos secundarios y el contagio que pueden surgir en estos mercados de derivados.

### **CAPÍTULO 3: ¿IMPLICAN RIESGOS PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA LAS POLÍTICAS QUE ADOPTARON LOS BANCOS CENTRALES A RAÍZ DE LA CRISIS?**

En el capítulo 3 se profundiza el análisis sobre las políticas monetarias no convencionales y sus potenciales efectos secundarios. Se estudian las políticas adoptadas por cuatro bancos centrales (la Reserva Federal, el Banco de Inglaterra, el Banco Central Europeo y el Banco de Japón), y que prevén un período prolongado de tasas de interés de política monetaria reales en niveles bajos y una diversidad de medidas no convencionales, incluidas las compras de activos. Las políticas, denominadas “MP-plus” en este capítulo, parecen haber reducido la vulnerabilidad del sector bancario y contribuido a la estabilidad del sistema financiero a corto plazo, como era la intención de los bancos centrales. Hasta ahora, la intervención de los bancos centrales en mercados de acciones específicos no ha perjudicado la liquidez del mercado. Las políticas “MP-plus” han mejorado algunos indicadores de solidez bancaria, aunque hay indicios de cierta resistencia de los bancos a sanear sus balances. Si bien los riesgos potenciales generados por las políticas MP-

plus en el sistema financiero hasta ahora parecen ser relativamente benignos, las autoridades deben estar atentas a la posibilidad de que los riesgos se desplacen a otras partes del sistema financiero —bancos paralelos, fondos de pensiones y empresas de seguros— en parte debido a las crecientes presiones regulatorias a las que están sometidos los bancos. Las autoridades deberían emplear políticas microprudenciales y macroprudenciales focalizadas para mitigar los factores de vulnerabilidad (señalados en el capítulo 1) que tenderán a intensificarse cuanto más tiempo estén en vigencia las políticas MP-plus. La aplicación mesurada de políticas macroprudenciales, conforme sea necesario, permitiría a los bancos centrales seguir recurriendo a las políticas MP-plus para apuntalar la estabilidad de precios y el crecimiento sin dejar de proteger la estabilidad financiera.