

Mercados financieros internacionales

Determinantes de su comportamiento actual y riesgos

*Dirección General de Financiación Internacional**

Introducción

Los últimos años se han caracterizado por un funcionamiento ordenado y tranquilo de los mercados financieros internacionales, que han reforzado y se han adaptado a unas condiciones reales muy favorables, con tipos de interés a largo plazo en niveles muy reducidos; primas de riesgo y volatilidades inusualmente bajas y *spreads* cercanos a sus mínimos históricos.

El buen funcionamiento de los mercados financieros internacionales ha contribuido a sostener la actual fase de crecimiento mundial. Los reducidos tipos de interés, resultado de una situación de ahorro abundante y de crecimiento de la liquidez, han favorecido el dinamismo de la actividad económica, a la vez que fomentaban la búsqueda de rendimiento. En este contexto, el reforzamiento de los balances de bancos, empresas y economías emergentes, y la mejora en los fundamentos de estas últimas se han acompañado de un deterioro de los desequilibrios globales. Sin embargo, el aumento de las incertidumbres y riesgos no parece haber afectado al optimismo de los mercados.

En este artículo trataremos de analizar,

sin ánimo de exhaustividad, los rasgos principales que han caracterizado la evolución reciente de los mercados financieros internacionales. Para ello, comenzaremos describiendo la estructura de los flujos financieros en 2005, centrándonos en los principales destinos de los mismos. A continuación analizaremos una serie de factores clave que han permitido el buen funcionamiento de estos mercados, y los principales riesgos que el actual contexto plantea para la estabilidad financiera internacional. Concluiremos aludiendo a las principales recomendaciones que el Fondo Monetario Internacional realiza para hacer frente a tales riesgos.

1. Estructura de los flujos financieros

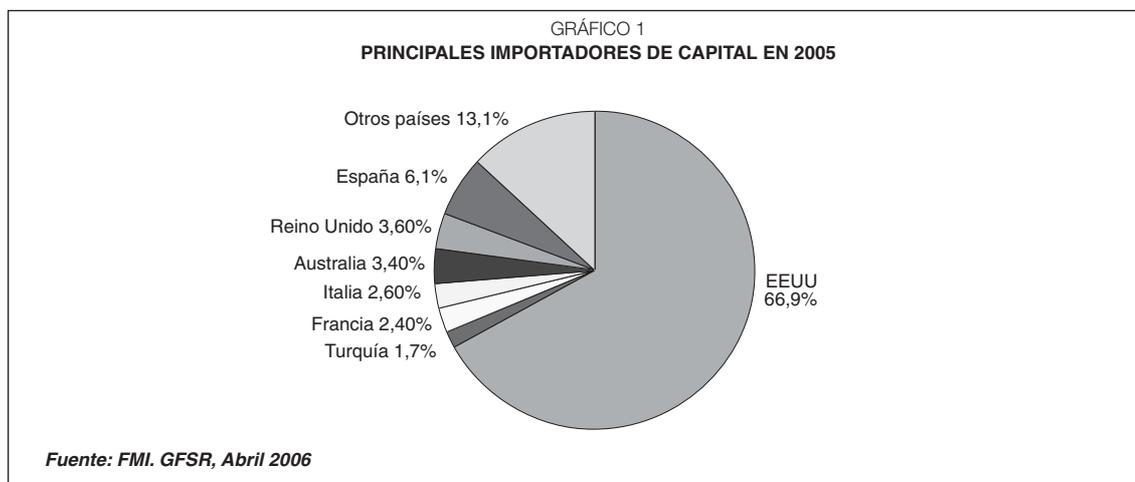
Los principales destinos de flujos financieros en 2005 han sido, en primer lugar Estados Unidos, que recibió el 66,9 por 100 de los flujos totales de capital, seguido por las economías emergentes.

En el caso de EEUU, la financiación privada registró en 2005 un extraordinario crecimiento, alcanzando en términos netos, 595.000 millones de dólares. De estos flujos, 89.000 millones de dólares se materializaron en inversión directa, y 486.000 millones en bonos (de los cuales, 317.000 millones fueron a bonos de empresas y 169.000 millones a bonos del



EN PORTADA

(*) Este artículo ha sido elaborado por Enma Navarro Aguilera. Técnico Comercial y Economista del Estado. La autora desea expresar su agradecimiento a Alberto Soler Vera por su apoyo y valiosos comentarios.



Tesoro). Por su parte, la renta variable de empresas registró flujos netos negativos por valor de -49.000 millones de dólares. Frente a este buen comportamiento de los flujos privados, los flujos oficiales se redujeron prácticamente a la mitad, alcanzando en términos netos los 195.000 millones de dólares.

También las *economías emergentes* se beneficiaron de entradas masivas de capital extranjero. Los principales rasgos que han caracterizado la evolución de estos flujos en 2005 fueron: la fortaleza de la inversión directa extranjera (IDE), el volumen récord de emisiones en los mercados primarios (tanto en moneda local como en otras divisas), el volumen récord de emisiones de préstamos sindicados y la fortaleza de los flujos dirigidos

a los mercados secundarios en moneda local.

Los flujos totales de *IDE* dirigidos a las economías emergentes aumentaron sustancialmente tanto en 2004 como 2005. Este dinamismo se ha visto favorecido por el mayor crecimiento de la actividad, las mejoras del clima empresarial y de inversión, los mayores precios de las materias primas, la percepción de una reducción del riesgo en estas economías y por un mayor número de operaciones de fusiones y adquisiciones. Así, estos flujos alcanzaron más de 180.000 millones de dólares en 2004 y se estima que crecieron en más del 10 por 100 en 2005.

El resto de los flujos de capital dirigidos a estas economías mostró igualmente gran dinamismo. Las nuevas emisiones



EN PORTADA

CUADRO 1
BALANZA DE PAGOS ESTADOUNIDENSE
(Miles de millones de dólares estadounidenses)

	2003	2004	2005
Balanza por cuenta corriente.....	-520	-668	-790
Financiación privada.....	241	273	595
Inversión directa neta	-73	-145	89
Inversión en cartera neta.....	-79	-23	-49
Bonos netos	329	350	486
Empresas estadounidenses	224	243	317
Tesoro y agencia estadounidenses	104	107	169
Bonos extranjeros.....	-42	-19	-22
Flujos bancarios netos.....	65	91	69
Financiación oficial	278	395	195
Tesoro y agencia estadounidenses	225	311	151
Otros	53	84	44

Fuente: GFSR, Abril 2006

en los mercados emergentes alcanzaron en 2005 máximos históricos, tanto en términos brutos (406.400 millones de dólares) como netos (298.4000 millones de dólares).

Del conjunto de emisiones, las de *bonos* siguen siendo relativamente las más importantes. El considerable crecimiento de estas emisiones en 2005 muestra que tanto soberanos como empresas en las economías emergentes han aprovechado las condiciones financieras externas extremadamente favorables. Las emisiones brutas de bonos alcanzaron en 2005 un nivel récord de 182.200 millones de dólares, excediendo en un 35 por 100 del nivel máximo previo alcanzado en 2004. En términos netos, las emisiones también alcanzaron máximos históricos, con 116.800 millones de dólares, superando el récord anterior de 1997 (96.000 millones). Desde el punto de vista regional el fenómeno más destacable fue el dinamismo de las emisiones en América Latina, tanto en términos brutos

como netos, lo que se vio influido por la vuelta de Argentina a los mercados financieros internacionales tras la reestructuración de su deuda a principios de 2005.

Las emisiones internacionales de deuda del sector empresarial también registraron un fuerte crecimiento en 2005, llegando a doblarse en términos netos. La búsqueda de un mayor rendimiento por parte de los inversores y el continuo reapalancamiento de los balances de las empresas de los mercados emergentes tras las crisis financieras de finales de 1990 y principios del 2000 han favorecido este comportamiento. En cuanto a los soberanos, gran parte de sus emisiones de deuda se debieron a prefinanciación de las necesidades de emisión externa de 2006.

Los *préstamos sindicados* también aumentaron sustancialmente en 2005 gracias al incremento de la actividad bancaria en estos países. Estas emisiones alcanzaron máximos históricos en 2005, tanto en términos brutos como netos. Las emisiones brutas representaron 145.900 millones



EN PORTADA

CUADRO 2
FINANCIACIÓN EXTERNA EN MERCADOS EMERGENTES
(Miles de millones de dólares estadounidenses)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Emisiones brutas por activos	216,4	162,1	135,6	199,7	286,9	406,4
Bonos	80,5	89	61,6	99,8	135,5	182,2
Acciones	41,8	11,2	16,4	27,7	45,2	78,2
Préstamos	94,2	61,9	57,6	72,2	106,2	145,9
Emisiones brutas por regiones.....	216,4	162,1	135,6	199,7	286,9	406,4
Asia.....	85,9	67,5	53,9	88,8	123,7	150,4
América Latina.....	69,1	53,9	33,4	43,3	54,3	86,2
Europa, Oriente Medio, África.....	61,4	40,8	48,3	67,7	109,0	169,8
Amortizaciones por activos	113,9	147,1	128,5	119,5	128,1	108,0
Bonos	51,8	59,2	59,0	57,1	69,6	65,4
Acciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Préstamos	62,1	88	69,5	62,4	58,5	42,6
Amortizaciones por regiones.....	113,9	147,1	128,5	119,5	128,1	108,0
Asia.....	56,6	66,2	55,7	45,5	49,8	38,7
América Latina.....	32,3	45,6	40,8	40,4	46,7	37,1
Europa, Oriente Medio, África.....	24,9	35,3	32	33,6	31,6	32,2
Emisiones netas por activos.....	102,5	15	7,2	80,2	158,8	298,4
Bonos	28,7	29,9	2,6	42,7	65,9	116,8
Acciones	41,8	11,2	16,4	27,7	45,2	78,2
Préstamos	32,1	-26,1	-11,8	9,8	47,7	103,3
Emisiones netas por regiones.....	102,5	15,0	7,2	80,2	158,8	298,4
Asia.....	29,2	1,3	-1,8	43,3	73,9	111,7
América Latina.....	36,8	8,3	-7,4	2,9	7,6	49,1
Europa, Oriente Medio, África.....	36,5	5,5	16,3	34,0	77,3	137,6

Fuente: GFSR, Abril 2006.

CUADRO 3 MERCADOS EMERGENTES Y PAÍSES EN DESARROLLO: BALANZA POR CUENTA CORRIENTE Y FINANCIACIÓN EXTERNA (Millones de dólares estadounidenses)							
	2000	2001	2002	2003	2004	2005(est)	2006(prev)
Balanza cuenta corriente	88	43	86	114	228	410	494
Financiación externa	243	178	203	269	454	395	393
IDE	168	181	167	158	210	221	223
Deuda privada	42	-45	-6	68	178	114	93
Acumulación de activos	331	220	288,0	414	681	805	887
Reservas	111	84	124	367	514	600	612
Sector privado	220	136	164	47	167	205,0	275

Fuente: GFSR, Abril 2006.

de dólares, mientras que las netas se situaron en 103.000 millones, cifras ambas que superaban ampliamente los máximos anteriores de 1997. La región que registró un mayor incremento de emisiones brutas fue Oriente Medio, donde los préstamos sindicados alcanzaron 36.300 millones de dólares, lo que supone más del doble de la cifra alcanzada en 2004 (11.500 millones). Los mercados emergentes europeos también se beneficiaron de fuertes incrementos, relacionados en buena medida con la financiación de multinacionales rusas. Por otro lado, parte de la actividad en este segmento del mercado está relacionada con la refinanciación de proyectos previos por parte de los bancos.

Pese al dinamismo de las emisiones de renta fija y préstamos sindicados, fueron las emisiones de *renta variable*, por su menor nivel de partida, las que crecieron más en términos relativos. Así, las nuevas emisiones crecieron en 2005 un 73 por 100 respecto al año anterior, hasta alcanzar 78.500 millones de dólares. Aquí, como en años anteriores, fueron los países asiáticos (y especialmente China) los que dominaron las emisiones.

Finalmente, conviene advertir que pese a que tanto Estados Unidos como las economías emergentes se han configurado como los principales receptores de capitales, las situaciones de ambos difieren notablemente. Así, mientras que el déficit por cuenta corriente estadounidense no para de crecer, las economías emergentes

mantienen agregadamente un superávit por cuenta corriente creciente, que se estima rondará los 500 mil millones de dólares en 2005 y 2006. En este caso, la entrada de capitales no responde a un problema de insuficiencia de ahorro sino de insuficiencia de liquidez, ante la voluntad de estos países de alisar el perfil de vencimientos de deuda pendiente.

2. Factores que han permitido el buen comportamiento de los mercados financieros

El buen comportamiento de los mercados financieros se ha visto favorecido por diversos factores, algunos de los cuales son fenómenos de carácter global, que afectan al conjunto de países y regiones, mientras que otros son factores específicos de los demandantes de fondos prestables.

2.1. Factores de carácter global

Dentro de los factores de carácter global podemos distinguir a su vez entre aquellos de naturaleza coyuntural de los de tipo estructural.

2.1.1. Factores coyunturales

- Política monetaria

Las condiciones financieras siguieron



EN PORTADA

siendo muy favorables en 2005: los tipos de interés oficiales de los países industrializados avanzados, pese a sus moderados aumentos, se mantuvieron en niveles bajos. Por otra parte, este endurecimiento del tono de la política monetaria no afectó a tipos de interés a largo plazo, que siguieron manteniéndose en niveles muy reducidos.

El aumento de los tipos de interés oficiales y la reducida rentabilidad de la deuda pública a largo plazo se tradujeron en una curva de rendimientos en EEUU plana, y en algunos momentos incluso ligeramente invertida (1). En el pasado, una curva de tipos invertida en EEUU había sido un indicador adelantado relativamente fiable de la inminencia de una recesión o una acusada desaceleración. Sin embargo, en este caso la inversión de la curva no parece ser indicio de recesión sino del efecto de diversos factores que hicieron que los rendimientos a largo plazo se mantuvieran bajos. Entre estos factores destacan:

— La contención de las expectativas de inflación, pese al encarecimiento de la energía y a la solidez general del crecimiento económico. Prueba de esta contención son los moderados diferenciales de rendimientos de los títulos de deuda pública que pagan rendimientos nominales con aquellos indicados a la inflación, diferencial que proporciona una medida aproximada de la compensación que exigen los inversores por la inflación esperada. Por otro lado, la reducción de la prima por inflación es en parte reflejo de la ele-

vada credibilidad de la que sigue gozando la política monetaria.

— La moderada oferta de títulos de deuda corporativa, reflejo de los reducidos niveles de inversión mundial. Esto y una mayor liquidez interna de las empresas, gracias a su ahorro, ha permitido una menor demanda externa de fondos y un aumento de los fondos prestables de estos agentes. De esta forma, se ha restado presión a la demanda global de fondos prestables, lo que ha influido en el reducido nivel de los tipos de interés de equilibrio a largo plazo.

— Factores de demanda estructural, como el aumento de la demanda de títulos de mayor plazo por parte de compañías de seguro y fondos de pensiones. Las reformas contables en muchos países parece haber llevado a estas entidades a minimizar los desfases temporales entre sus activos y pasivos, lo que se ha traducido un reajuste de las carteras de estos agentes, que han sustituido renta variable por activos de renta fija con unos vencimientos más acordes con los largos vencimientos de sus pasivos. Esto es así especialmente en Europa, donde la reforma del sistema de pensiones se encuentra más avanzada que en EEUU.

— La adquisición de títulos a largo plazo denominados en dólares por parte de países emergentes (fundamentalmente asiáticos) y más recientemente por los países exportadores de petróleo, el proceso de reciclaje de petrodólares (*vid. infra*).

- El reforzamiento de los balances

Uno de los hechos más destacables de la evolución de los mercados financieros en 2005 ha sido precisamente la continuación de la sólida recuperación de los balances de los principales agentes, lo que ha sido posible no sólo por los meno-

(1) El aplanamiento e inversión de la curva de tipos se dio también en otros mercados (Australia, Canadá, Reino Unido y Suiza), si bien no se trató de un fenómeno universal. En la zona euro aunque la pendiente de la curva se aplanó en 2005, los reducidos tipos de interés oficiales impidieron que se invirtiera; en Japón por su parte esta curva se arqueó como consecuencia de unos tipos de interés oficiales próximos a cero y del aumento de los tipos a medio plazo, al remitir las presiones deflacionistas.



EN PORTADA

res costes financieros sino también por la expansión de su demanda e ingresos.

Este fenómeno reviste importancia por diversos motivos: en primer lugar, ha permitido la ya comentada mayor disponibilidad de fondos prestables; por otro lado, ha aumentado la solvencia y reducido la percepción de riesgos por parte de los prestamistas, influyendo así en los rendimientos demandados por los diferentes activos.

Por otro lado, la mejora de los balances ha resultado especialmente destacable en dos casos: el sector público de muchas economías emergentes y el sector empresarial. Estos agentes, tradicionales demandantes de capital en el pasado, se han convertido en importantes ahorradores netos, contribuyendo a los bajos tipos de interés a largo plazo existentes hoy en día.

Así, en los últimos años, las economías emergentes (y más recientemente los países exportadores de petróleo) y el sector empresarial han pasado a ser importantes ahorradores netos, contribuyendo a los bajos tipos de interés a largo plazo existentes hoy en día. De esta forma,

La combinación de menor volumen de inversión y de fuertes ingresos por exportaciones de hidrocarburos ha permitido que las economías emergentes —que vienen acumulando importantes superávits corrientes durante ya seis años consecutivos— y, más recientemente, los países exportadores de petróleo se hayan convertido en importantes ahorradores netos. Esto ha llevado a que los flujos de capital se dirijan desde las economías emergentes a los países industrializados (fundamentalmente EEUU), contradiciendo así lo que predice la teoría económica neoclásica (2), según la cual los países indus-

trializados deberían exportar capital a los países en desarrollo, en los que la rentabilidad del capital es previsiblemente mayor dada su mayor escasez.

Se han dado diversas razones para explicar este patrón de los flujos financieros. Algunos consideran que podría ser el resultado de ciertas decisiones de política económica de las economías emergentes, y especialmente de su deseo de acumular reservas de divisas como protección ante una eventual crisis financiera (Bernanke, 2005). También se ha argumentado que este fenómeno podría deberse a las mayores oportunidades de inversión rentables en los países industrializados frente a las economías emergentes, aunque la comparación de los datos sobre rendimientos de capital en la última década no nos permite arrojar resultados concluyentes en este sentido (3). Además, tampoco podemos olvidar que la rentabilidad por sí sola no determina que se realice determinado proyecto de inversión, pues junto a ella hay que considerar también el factor riesgo. En este sentido, el mayor riesgo inherente en las inversiones de los mercados emergentes podría explicar que incluso pese a una mayor rentabilidad los inversores prefieran no invertir en estos países.

En definitiva, la acumulación de cuantiosos superávits corrientes por parte de estos países ha sido una de las razones

que permiten reflejar adecuadamente la realidad existente en los mercados financieros internacionales.

(3) En el WEO, septiembre de 2005 se comparan estimaciones de los rendimientos de capital y de las tasas internas de rendimiento existentes entre 1994-2003 en los países del G7 y los países emergentes. Aunque el rendimiento del capital agregado (definido como el cociente entre el valor añadido pagado a los propietarios del capital y el stock de capital agregado) ha sido mayor en las economías emergentes (13,3 por 100 en promedio en dicho período frente a un 7,8 por 100 en el G7), la tasa interna de rendimiento de la inversión ha sido mayor en los países industrializados que en los emergentes (2,4 por 100 en promedio en los primeros en el mismo período frente a un - 4,7 por 100 en los segundos).

(2) Hay que tener en cuenta también las limitaciones de la teoría neoclásica, cuyos supuestos restrictivos no



EN PORTADA

que han permitido a EEUU financiar un déficit corriente en niveles históricamente altos a unos reducidos tipos de interés.

Por otro lado, desde el estallido de la burbuja bursátil a principios del año 2000 las empresas en muchos países desarrollados han abandonado sus tradicionales posiciones de prestatarios netos de fondos, pasando a acumular capitales que ahora prestan a otros sectores de la economía. De hecho, el exceso de ahorro empresarial sobre gastos de capital (beneficios sin distribuir antes de acometer gastos de inversión) en los países del G7 representó en 2003 y 2004 en torno a 1.300 millones de dólares, lo que supone el doble del superávit acumulado por las economías emergentes y los países en desarrollo en el mismo período (4). Estos excedentes empresariales se han usado fundamentalmente para recomprar renta variable, reestructurar la deuda y acumular efectivo.

El aumento del ahorro empresarial se explica por la combinación de dos factores:

— En primer lugar, un aumento sustancial de los beneficios empresariales. Esto ha sido resultado fundamentalmente de los menores pagos por impuestos y tipos de interés, y no tanto por una mejora en la rentabilidad bruta de las operaciones, que pese a su reciente aceleración en algunos países no parece situarse en niveles muy altos desde el punto de vista histórico. En otras palabras, en los últimos años la rentabilidad es mayor gracias a la aplicación de políticas monetarias y fiscales laxas o adaptadas al perfil del ciclo, y no tanto debido a una mayor eficiencia productiva.

— El segundo y más importante factor

(5) ha sido la disminución en los gastos de capital, como consecuencia de la reducción del precio de los bienes de capital (lo que hace que se requieran menos recursos financieros para un conseguir un determinado volumen de stock de capital), y en algunos casos, también, de la disminución del volumen del gasto en capital.

2.2. Factores estructurales

2.2.1 Innovaciones en los mercados de deuda

Uno de los acontecimientos más destacados en los mercados financieros de los últimos años ha sido la aparición de nuevos instrumentos financieros que permiten transferir el riesgo de crédito, lo que ha permitido a las instituciones financieras gestionar de forma más activa y eficiente este tipo de riesgos. Este proceso ha venido marcado por el desarrollo de los mercados de derivados de crédito y de crédito estructurado.

Tanto los mercados de derivados de crédito como de crédito estructurado han registrado en los últimos años un vertiginoso crecimiento, tanto en tamaño como en complejidad. Así, el importe nominal de los contratos de derivados de crédito en circulación ha pasado de unos 4 billones de dólares a finales de 2003 a una cifra estimada de entorno los 12 billones a mediados de 2005, y en la actualidad excede el stock de bonos y préstamos corporativos. El crecimiento más intenso se ha producido entre los productos más complejos, como los CDS multi-name. El



EN PORTADA

(4) Además, la capacidad de financiación neta del sector empresarial en los países del G7 alcanzó entre 2002-2004 un máximo histórico de 2,5 por 100 del PIB.

(5) De hecho, se estima que este factor ha representado en torno a dos tercios del aumento total del exceso de ahorro empresarial en los países del G7 desde 2000. *WEO, Abril 2006.*

CUADRO 4

DERIVADOS DE CRÉDITO Y PRODUCTOS DE CRÉDITO ESTRUCTURADO

Los derivados de crédito son instrumentos financieros que permiten transferir todo o parte del riesgo de crédito de una obligación (o un conjunto de obligaciones), sin transferir la titularidad del activo subyacente. Se trata de contratos por el que dos partes acuerdan la realización de una transacción futura basada en un contingencia de crédito (la falta de pago o insolvencia de un tercero o Entidad de referencia), permitiendo así la protección frente al riesgo. Aunque existen multitud de productos de este tipo, los llamados swaps de incumplimiento de obligaciones de crédito o CDSs (credit default swaps, en sus siglas en inglés) son sin lugar a dudas los que gozan de mayor popularidad. Un CDS es un contrato bilateral por el que se transfiere el riesgo de crédito de una única entidad de referencia (single-name CDS o CDS de referencia única) o más de una de ellas (multi-name CDS). El CDS funciona de manera similar a una póliza de seguros, puesto que protege al comprador del CDS frente a los riesgos de crédito predefinidos que puedan darse durante la vigencia del contrato a cambio de una cuantía periódica pagada al vendedor de protección. El comprador de protección se encuentra de esta forma en una posición similar a la que tendría si hubiera vendido a corto un bono emitido por la entidad de referencia, y el precio de mercado del CDS refleja el riesgo del crédito subyacente.

Por su parte, los productos de crédito estructurado son el resultado de la extensión de varias técnicas de titulización, y permiten la transferencia del riesgo de crédito asociado a una cartera de entidades de referencia. Entre este tipo de instrumentos se incluyen variantes de CDS de referencia múltiple (multi-name CDS), como los portofolio swaps, y obligaciones de deuda con garantía (Collateralized Debt Obligations o CDOs).

En el caso de los CDOs, la estructura es la típica de cualquier operación de titulización, y consta de una cartera de créditos o deuda empresarial, cuyo riesgo va a ser transferido, y una entidad de propósito especial o fondo de titulación, que adquiere dichos activos y emite unos bonos respaldados por estos que son colocados entre los inversores. En cuanto a la técnica de emisión, normalmente se recurre a la emisión subordinada de distintos tramos de deuda, cada uno con características de riesgo y rendimiento distintos. Cada uno de estos tramos es calificado de forma separada y puede ser adquirido por distintos suscriptores. Dentro de estos segmentos, los llamados «equity tranches» (tramo a primer riesgo) generalmente no suelen recibir calificación crediticia y en ocasiones permanece en el balance de las entidades originadoras. Son los tramos que primero absorben las pérdidas por insolvencia, por lo que suponen un mayor riesgo de crédito. Frente a ellos, los tramos senior y supersenior (preferentes y superpreferentes) tienen las calificaciones crediticias más altas y absorben pérdidas sólo cuando el resto de los segmentos se han agotado. En una posición intermedia en cuanto a calificación crediticia y obligación de asunción de pérdidas están los llamados tramos intermedios (tranches).


EN PORTADA

mercado de CDO también ha crecido de forma notable. Aunque resulta difícil obtener datos precisos, se estima que en 2005 las emisiones en el mercado de CDO en efectivo rondaron los 205.000 millones de dólares, y que las emisiones de CDO sintéticos alcanzaron los 65.000 millones.

El desarrollo y las innovaciones en los derivados de crédito y en el crédito estructurado han aportado una serie de beneficios al sistema financiero en términos de estabilidad y flexibilidad:

En primer lugar, el desarrollo de estos mercados ha permitido una transferencia de la exposición de riesgos de los bancos (que siguen siendo los principales tomadores de riesgos de crédito) a otros inversores con estructuras de pasivos y horizontes de inversión que les hacen más idóneos para mantener y comerciar con estos riesgos, como las compañías de seguro, los bancos regionales, fondos de pensión y hedge funds (fondos de cober-

tura). Por otro lado, las entidades financieras también usan estos instrumentos para aumentar su rentabilidad y optimizar sus carteras de crédito de acuerdo con una determinada estrategia de gestión de riesgos. En definitiva, la mayor diversificación y dispersión de riesgos y el aumento de los rendimientos que permiten estos instrumentos previsiblemente habría aumentado la capacidad de las entidades financieras de absorber potenciales shocks de crédito y económicos, incrementando de esta forma la estabilidad del sistema financiero en su conjunto.

En segundo lugar, estos instrumentos permiten que los inversores dispongan más rápidamente de mejor información sobre las condiciones de los mercados de crédito, con las consiguientes mejoras de eficiencia en la fijación de precios al crédito. Así, el precio del derivado proporciona a las entidades financieras información más precisa y en menor tiempo sobre la

calidad estimada del crédito, sin necesidad de que estas acudan a estimaciones probabilísticas para determinar esta calidad. Esto les permite ajustar de forma rápida y gradual los precios del crédito en vez de recurrir, como era habitual en el pasado, a racionamientos o restricciones. Con ello se facilita un ajuste más gradual en las carteras de las entidades, lo que favorece una menor volatilidad de los ciclos de crédito.

2.3. Razones específicas en los demandantes de fondos

2.3.1 Estados Unidos

La preferencia de los inversores internacionales por los mercados financieros estadounidenses se debe en primer lugar a una serie de razones de tipo estructural relacionadas con el funcionamiento y la profundidad de estos mercados. En concreto, se trata de mercados financieros amplios, profundos, flexibles, sofisticados y bien regulados, que además ofrecen una gran variedad de activos que permiten atender las distintas necesidades de los distintos agentes. Estas características le otorgan una serie de ventajas frente a los mercados financieros de otros países a la hora de atraer el exceso de ahorro mundial. Pero además, hay que tener en cuenta que este ahorro se origina cada vez más en los países emergentes, cuyos mercados financieros no están lo suficientemente desarrollados como para satisfacer las necesidades de los inversores. Y aunque es cierto que los mercados financieros de las economías emergentes están desarrollándose rápidamente, llevará un tiempo hasta que alcancen el nivel de sofisticación de los mercados estadounidenses, dado que estos últimos también evolucionan.

A estas ventajas estructurales de sus mercados financieros hay que añadir el hecho de que el dólar sea la principal moneda vehicular y de reserva. Así, el grueso del total de los más de 4 billones de dólares de reservas oficiales se materializa en dólares e instrumentos en dólares a corto plazo. También se estima que más del 45 por 100 del stock total de dólares en efectivo se mantiene en el extranjero (6).

También ha jugado un papel importante en el atractivo de los mercados financieros estadounidenses el diferencial de crecimiento que ha registrado este país frente a Japón y la zona euro en los últimos años. Este hecho permite explicar por qué estos países no han recibido un volumen de entradas de capital similar al estadounidense, especialmente en términos netos. La razón es que una mayor tasa de crecimiento tendencial, en principio, debería traducirse con el tiempo en una mayor rentabilidad de los activos financieros, recompensando así las inversiones internacionales en activos estadounidenses (7).

Las fuertes entradas de capital registradas por EEUU se han visto favorecidas también por factores coyunturales, como la acumulación de reservas en dólares por parte de ciertos bancos centrales asiáticos (con objeto de evitar la apreciación de sus monedas domésticas, fundamentalmente) y el proceso de reciclaje de los petrodólares. Así, pese a la notable desaceleración de la acumulación de reservas en Japón en 2005, China y otras economías emergentes asiáticas continuaron ampliando sus reservas a un ritmo sólido durante el año pasado y principios de



EN PORTADA

(6) Obstfeld y Rogoff, «Global Current Account Imbalances and Exchange Rate adjustments». 2005.

(7) En el caso de los activos de renta variable, porque el valor descontado de las empresas aumenta, mientras que en el de renta fija por una cuestión de arbitraje.

2006, invirtiendo gran parte de este aumento en valores emitidos por el Tesoro y otras agencias semipúblicas estadounidenses. De hecho, las reservas acumuladas por los países asiáticos suponen ya unos 2 billones de dólares, siendo el grueso de estas reservas en dólares.

En cuanto al reciclaje de los petrodólares (8), una parte importante de los ingresos de las exportaciones de petróleo se ha canalizado hacia depósitos bancarios offshore, especialmente en dólares. De hecho, los depósitos de los residentes en los países exportadores de petróleo en las entidades declarantes al Banco de Pagos Internacionales (BIS, en sus siglas en inglés) aumentaron más de 140.000 millones de dólares entre septiembre 2004 a septiembre de 2005. Hay que advertir que aunque los eurodepósitos en dólares no forman parte de la balanza de pagos estadounidense, han contribuido a mantener el valor del dólar (por el arbitraje casi perfecto entre los mercados financieros offshore y los internos). Por otro lado, otra parte considerable de los ingresos de las exportaciones de petróleo parece haberse dirigido a títulos a largo plazo americanos. Es cierto que las adquisiciones de títulos americanos representaron una parte relativamente pequeña de las inversiones totales en cartera de estos países (se estima alcanzaron 40.000 millones de dólares

frente a los más de 220.000 millones de sus inversiones en cartera total), pero posiblemente estas adquisiciones se hayan producido fundamentalmente a través de intermediarios situados en Londres o en otros centros financieros offshore. El fuerte incremento que registraron las adquisiciones de deuda del Tesoro americana por residentes británicos en 2005 podría ser indicativo de este fenómeno (9).

Finalmente habría que aludir a que pese al fuerte deterioro del déficit corriente estadounidense en los últimos años, no existe en los mercados percepción de que este país vaya a enfrentarse a problemas de sostenibilidad, al menos en el corto plazo. A ello ha contribuido los «efectos de valoración» (los cambios en los valores de los activos), que han llevado a que en los últimos años la relación entre el saldo corriente y la posición de inversión internacional neto de Estado Unidos se haya debilitado sensiblemente. En concreto, la composición de los activos y pasivos externos estadounidenses (con sus pasivos externos denominados en dólares casi en su totalidad y en torno a dos tercios de sus activos externos denominados en moneda ex-

(9) Los depósitos bancarios de los países exportadores de petróleo en los Bancos declarantes al BIP junto con las compras de títulos americanos asciende a menos de 1/3 de los superávit corrientes acumulados por estos países. Además, se estima que alrededor de un 10 por 100 de los ingresos por hidrocarburos de estos países se han dirigido a pagos anticipados de la deuda. Posiblemente, los países exportadores de petróleo estén invirtiendo en carteras más diversificadas; quizás, estén adquiriendo títulos no estadounidenses o incluso de países no-industrializados (a lo que posiblemente habrán influido los requisitos de declaración de introducidos por la Patriot Act tras el 11 de septiembre). Además, parte del ahorro de estos países puede haberse canalizado a activos de renta variable e inmuebles de la región, o bien a los mercados emergentes. Sin embargo, las estimaciones del FMI apuntan a que la proporción de activos denominados en dólares de estos países (en torno al 60 por 100 del total de sus activos externos) no ha variado de forma significativa desde 2002.

(8) El reciclaje de los petrodólares hacia el sistema financiero internacional parece diferir en muchos aspectos del que tuvo lugar en episodios anteriores de encarecimiento del precio del petróleo. Así, mientras que en los años 70s y principios de los 80 los petrodólares se colocaron fundamentalmente en depósitos bancarios, en los últimos años estos han sido relativamente menos importantes, y han cobrado fuerza otros destinos, como las inversiones de cartera. Sin embargo, limitaciones en cuanto a datos disponibles hacen difícil una mayor precisión respecto al destino de los petrodólares por activos, monedas y regiones.



EN PORTADA

CUADRO 5
VARIACIÓN ANUAL DE RESERVAS OFICIALES DE DIVISAS
(En miles de millones de dólares de EEUU)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Pro memoria: cantidades en circulación (dic 2005)
A los tipos de cambio vigentes							
TOTAL.....	158,8	110,5	356	620	720,3	421,7	4170,8
Países industrializados.....	59,6	3,1	112,3	218,5	195,5	-22,3	1292,2
Estados Unidos.....	-0,9	-2,3	4,8	5,9	3	-4,9	37,8
Zona del euro.....	-9,4	-10,7	7,9	-27,8	-7,3	-13,4	167,3
Japón.....	69,5	40,5	63,7	201,3	171,5	4,5	828,8
Mercados emergentes asiáticos.....	52,5	76	173,9	263,9	363,4	249,9	1821,6
China.....	10,9	46,6	74,2	116,8	206,6	209	818,9
Corea.....	22,2	6,6	18,3	33,7	43,7	11,8	210
Hong Kong RAE.....	11,3	3,6	0,7	6,7	5	0,7	124,3
India.....	5,3	8,0	21,7	30,6	27,5	5,9	131
Indonesia.....	2	-1,2	3,7	4	0	-1,9	32,8
Malasia.....	-1	1	3,7	10,2	21,9	4,3	69,7
Filipinas.....	-0,2	0,4	-0,2	0,3	-0,5	2,8	15,8
Singapur.....	3,4	-4,8	6,5	13,6	16,5	3,8	115,3
Taiwan, China.....	0,5	15,5	39,4	45	35,1	11,6	253,3
Tailandia.....	-1,9	0,4	5,7	2,9	7,5	2,0	50,5
Exportadores netos de petróleo (1).....	31,9	16,4	18,5	51,2	68,5	83,1	351,8
México.....	4,2	9,2	5,5	7,8	5	10,2	73
Rusia.....	15,8	8,3	11,5	29,1	47,6	55,1	175,9
Venezuela.....	0,9	-3,8	-0,8	7,5	2,3	5,6	23,5
Oriente Medio (2).....	11	2,7	2,2	6,8	3,5	12,2	79,5
America Latina (3).....	2,1	-0,3	4,2	30,6	21,1	25,4	217,2
Argentina.....	-1,7	-9,9	-4,1	2,7	4,9	4,7	22,7
Brasil.....	-2,3	3,2	1,7	11,7	3,6	0,8	53,5
Chile.....	0,5	-0,6	0,8	0,4	0,3	1,2	16,7
Europa Central y Oriental (4).....	18,8	12,6	36,6	51,1	69	70,2	335,1
A tipos de cambio constantes de finales de 2004							
TOTAL ASIGNADO.....	230,3	54,5	216	341,0	355,7	249,8	2890
Reservas de dólares.....	100,9	40,1	84,5	263,7	271,3	132,6	1869,8

(1) Economías con exportaciones netas de petróleo superiores a 0,5 millones de barriles al día.
 (2) Excluye Irán e Iraq. Para Arabia Saudita, excluye la inversión en valores extranjeros.
 (3) Países mencionados además de Colombia, México, Perú y Venezuela.
 (4) Europa central y oriental: Bulgaria, Croacia, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, República Checa, Rumania y Rusia.
 Fuente: FMI, BIP.



EN PORTADA

tranjera (10) hace que las fluctuaciones en los tipos de cambio generen importantes efectos de valoración. Así, la depreciación del dólar ha conducido a que la posición de inversión internacional neta estadounidense se haya deteriorado menos que su déficit por cuenta corriente, y que por tanto su posición externa sea más sostenible de lo que cabría esperar atendiendo exclusivamente a su balanza por cuenta corriente. Aunque este efecto no ha sido siempre

(10) Aproximadamente una cuarta parte de estos se denominan en euros, otro tanto en otras monedas europeas como la libra esterlina y el franco suizo, y una cuarta parte en dólares canadienses, monedas de países del Caribe y yenes.

tenido en cuenta a la hora de valorar la sostenibilidad del déficit corriente estadounidense, su importancia es considerable. Así, una depreciación «equilibrada» del dólar del 1 por 100 se calcula produciría transferencias a EEUU por valor de 0,4375 por 100 de su PIB (aproximadamente 50.000 millones de dólares) (11).

Por otro lado, se ha sostenido que, dada la composición de sus activos y pasivos externos, Estados Unidos también goza de una ventaja en términos de rendimiento que le ha permitido registrar supe-

(11) Obstfeld. 2006.

rávít bastantes estables en términos del PIB en su balanza de rentas pese al deterioro de sus balanza por cuenta corriente y de su posición de inversión internacional desde principios de los 90. De hecho, el rendimiento total de la inversión extranjera estadounidense, incluyendo ganancias de capital (12), ha superado el rendimiento de los pasivos externos estadounidenses en términos medios de 1983 a 2003 unos 3,1 puntos porcentuales al año (13). Aquí pueden distinguirse dos efectos: un efecto composición y un efecto rendimiento. El efecto composición obedece básicamente al hecho de que sus activos se componen en gran medida de activos en renta variable (IDE e inversiones en cartera en títulos de renta variable) y de renta fija de alto riesgo y alta rentabilidad, mientras que en sus pasivos predominan más bien inversiones en cartera en renta fija de bajo riesgo y escasa rentabilidad. Así, se ha sostenido que este perfil de «inversor de riesgo» determina que los rendimientos de sus activos externos sean mayores que los de sus pasivos, por la prima que deberá remunerar este mayor riesgo. Sin embargo, el efecto composición no sirve por sí sólo para explicar la existencia y estabilidad de los superávits de la balanza de rentas estadounidenses, y de hecho la experiencia de otros países muestra que este perfil de inversión no es ni condición necesaria ni suficiente para que aparezcan tales superávits (14). Habría que tener en cuenta por

tanto el «efecto rendimiento», que hace referencia al persistente y amplio diferencial de rentabilidad entre la IDE estadounidense en el exterior y la IDE exterior estadounidense. Así, desde los años 70, la rentabilidad de la inversión directa en el exterior realizada por residentes en Estados Unidos ha sido de media aproximadamente cinco puntos porcentuales superior a la obtenida por la inversión directa de no residentes en Estados Unidos (15). Se han dado cuatro motivos para explicar este diferencial de rentabilidad: un mayor riesgo de la IDE estadounidense en el extranjero frente a la excede el de la IED en Estados Unidos; la mayor vinculación de los activos que componen la IED estadounidense a activos intangibles relativamente más intensivos en conocimiento, como la propiedad intelectual y la imagen de marca que generan rentas; el hecho de que, por término medio, la IDE en Estados Unidos es relativamente reciente; y que las empresas que invierten en EEUU podrían tener incentivos fiscales para minimizar los beneficios contabilizados por sus filiales en Estados Unidos, usando para ello precios de transferencia, lo que reduciría el importe declarado de rentas de IDE en Estados Unidos.

2.3.2. Economías emergentes

Las economías emergentes en su conjunto, y especialmente aquellas de importancia sistémica, enfrentan en la actualidad a unas condiciones de acceso a la financiación internacional más favorables que nunca, tanto en los mercados internacionales como, de forma creciente en sus mercados nacionales.

gas en instrumentos de deuda (y carecer por tanto de dicho perfil).

(15) Informe Anual BPI, junio 2006.



EN PORTADA

(12) Las ganancias de capital no se incluyen en la balanza de rentas.

(13) Obstfeld y Rogoff (2005).

(14) Así, aunque otros países con el mismo perfil de inversionista de riesgo también registran superávits en dicha balanza (Estados Unidos, Francia, los Países Bajos y el Reino Unido), hay países con dicho perfil (por ejemplo, Canadá e Italia) que han registrado déficit persistentes en sus balanzas de rentas, lo que muestra que no es condición suficiente. Que no es condición necesaria queda reflejado en el hecho de que algunos países como Japón y Suiza han registrado superávits continuos en su balanza de rentas pese a mantener posiciones netas lar-

CUADRO 6
ACTIVOS Y PASIVOS DE EEUU FRENTE AL EXTERIOR 2004
(En porcentaje)

		Inversión directa	Inversión de cartera en renta variable	Inversión de cartera en renta fija	Otras inversiones
Activos					
	Proporción sobre el total	33,3	25,6	9,3	31,0
	Rentabilidad	8,6	2,6	4,0	2,2
	En por 100 del PIB	28,0	21,5	7,9	26,1
Pasivos					
	Proporción sobre el total	21,5	16,5	34,0	28,0
	Rentabilidad	4,3	2,0	4,3	1,7
	En por 100 del PIB	22,9	17,6	36,2	29,9
Activos netos					
	Proporción sobre el total	22,6	16,9	-125,5	-16,9
	Rentabilidad	4,3	0,6	-0,3	0,5
	En por 100 del PIB	5,1	3,9	-28,4	-3,8

1 Incluye préstamos, divisas y depósitos, crédito al comercio y otras cuentas pendientes de cobro o de pago.

2 Incluye activos de reserva, por lo que los porcentajes que conforman el total no suman 100.

Fuentes: FMI; cálculos del BPI.

Por otro lado, los spreads de la deuda internacional de los soberanos de las economías emergentes se han reducido en los últimos años hasta alcanzar niveles históricamente bajos.

Algunos autores han apuntado que la reducción de los spreads podría reflejar que los mercados están infravalorando el riesgo. Así, consideran que el actual contexto de tipos de interés reducido y ahorro abundante habría impulsado a los inversores a moverse hacia activos de mayor riesgo, en busca de mayores rentabilidades, lo que habría impulsado el aumento del precio de los activos de riesgo elevado y la reducción de los spreads de la deuda. Estos autores advierten de los riesgos de este fenómeno, dado que podrían desencadenarse eventuales correcciones bruscas en los precios de los activos con alto riesgo. Sin embargo, en principio, no parece existir evidencia sólida que apoye la existencia de valoraciones erróneas del riesgo con carácter sistémico por parte de los inversores. Así, aunque es cierto que las primas de riesgo de los activos de renta fija se encuentra en niveles históricamente muy reducidos, las primas de riesgo de las materias han permanecido estables y las de los activos de renta

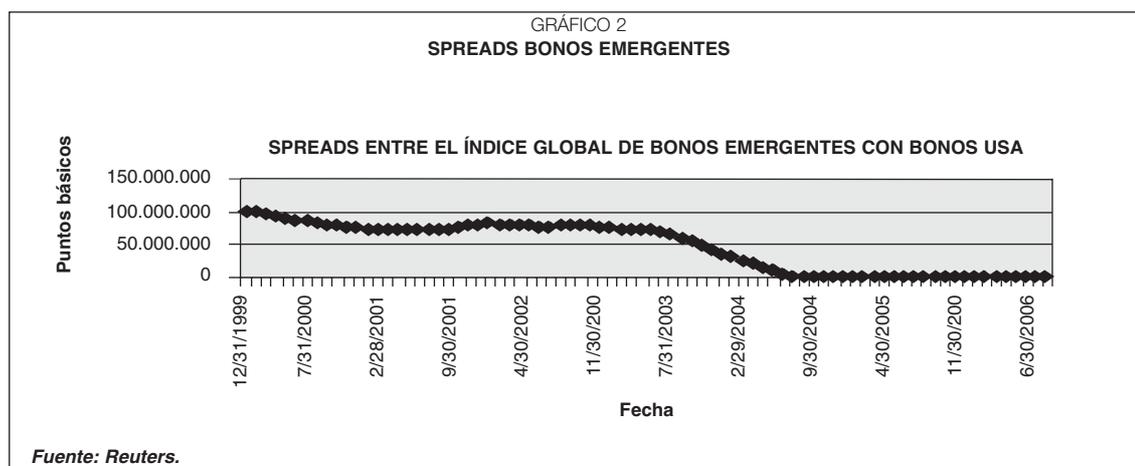
variable han aumentado de forma significativa. En consecuencia, la prima del riesgo de mercado se ha mantenido prácticamente inalterada, lo que sugiere que la actitud frente al riesgo no ha cambiado significativamente (por tanto, los movimientos en los precios relativos estarían indicando más bien cambios en las percepciones del riesgo asociado en determinadas clases de activos). Por otro lado, tampoco puede ignorarse que la reducción de los márgenes y de las primas de riesgo está asociada en parte a factores cíclicos. Dado que la volatilidad tiene un componente cíclico importante (se reduce en las épocas de auge) y que los spreads se calculan a partir de las volatilidades observadas, resulta lógico que en la fase expansiva del ciclo éstos se reduzcan.

¿Qué explica entonces la reducción de los spreads? Su evolución ha venido determinada por dos factores: la mejora de las variables macroeconómicas fundamentales de estas economías y las favorables condiciones financieras externas. Así, durante el actual ciclo las economías emergentes se han beneficiado de unas condiciones financieras externas favorables.

Los fundamentos de las economías



EN PORTADA



emergentes han registrado a lo largo de esta década mejoras sustanciales que se han que les han permitido atraer flujos crecientes de capital. Entre estas mejoras podemos destacar en primer lugar el aumento de las tasas de crecimiento en la mayoría de los países en relación con las de los principales países industrializados, gracias a las reformas económicas emprendidas y a una mayor integración en la economía mundial. En este sentido podemos destacar la adhesión a la UE de algunos países de Europa central y oriental, la mayor orientación al comercio en América Latina y la mayor integración de China y la India en la economía mundial como factores que han estimulado el crecimiento en los correspondientes países, y de esta forma han potenciado la demanda de bienes producidos por otras economías emergentes. Otro de los avances ha sido la ya comentada mejora de los superávits corrientes, que ha permitido a muchos de estos países reducir su endeudamiento externo. Así, muchos países han cancelado parte de su deuda externa, en especial deuda oficial o reestructurada, pudiendo destacarse la amortización en 2005 de la deuda pendiente con el FMI de Brasil, Argentina y Uruguay. También se han producido mejoras en las posiciones fiscales y en

los sistemas financieros, incluyendo el ya comentado reforzamiento de los balances de bancos y empresas no financieras. En el comportamiento macroeconómico de estos países en 2005 se refleja claramente la mejora de estas variables (16), a lo que también han con-

(16) La actividad en estos países siguió mostrando gran fortaleza, produciéndose mejoras en las previsiones de crecimiento de la mayoría de los países. Además, el fuerte crecimiento de muchos países estuvo acompañado por el aumento del valor de las exportaciones, las mejoras en la relación real de intercambio y por elevados superávits por cuenta corriente. Esto permitió reducir considerablemente la carga financiera de la deuda externa y continuar la notable acumulación de reservas de divisas. Las cuentas públicas también mejoraron y se reforzaron los balances. En parte como consecuencia de estos factores, la confianza de los inversores y de los consumidores se mantuvo firme. A diferencia de lo ocurrido en anteriores ocasiones, la demanda interna demostró su gran solidez ante los mayores precios del petróleo, incluso en los países importadores de crudo. En los *emergentes asiáticos*, el crecimiento del PIB tanto en China como en India fue mayor de lo esperado, gracias a la fortaleza de la demanda interna y —en China— un creciente superávit corriente. Esto y la recuperación del sector de las tecnologías de la información favorecieron la aceleración del crecimiento en el resto de la región, aunque la inversión sólo creció de forma moderada. En *América Latina*, pese a las debilidades de Brasil, el crecimiento también fue sólido, gracias al fuerte incremento del precio de las materias primas. Aunque ello ha permitido una reducción notable de los ratios de deuda, la incertidumbre política sigue siendo preocupante, y muchos países de la zona siguen siendo vulnerables a un brusco deterioro de las condiciones externas. Finalmente, el fuerte aumento del precio del petróleo permitió que Oriente Medio y la Comunidad de Estados Independientes siguiesen acumulando superávit fiscales y corrientes, mientras que la evolución de la absorción ha sido más moderada que en



EN PORTADA

CUADRO 6
ECONOMÍAS EMERGENTES: EVOLUCIÓN DE LA ACTIVIDAD
(tasas de variación porcentual)

	Proyecciones			
	2004	2005	2006	2007
Mundial	5,3	4,8	4,9	4,7
Economías asiáticas de reciente industrialización	5,8	4,6	5,2	4,5
Otras economías emergentes	7,6	7,2	6,9	6,6
Europa Central y Oriental	6,5	5,3	5,2	4,8
CEI	8,4	6,5	6,0	6,1
Rusia	7,2	6,4	6,0	5,8
Excluyendo Rusia	11,1	6,7	6,0	6,6
Países asiáticos en desarrollo	8,8	8,6	8,2	8,0
China	10,1	9,9	9,5	9,0
India	8,1	8,3	7,3	7,0
Asean-4	5,8	5,2	5,1	5,7
Oriente Medio	5,4	5,9	5,7	5,4
América Latina	5,6	4,3	4,3	3,6
Brasil	4,9	2,3	3,5	3,5
Méjico	4,2	3	3,5	3,1

Fuente: WEO, Abril 2006.

tribuido las inusualmente favorables condiciones externas (vigorosa demanda mundial, importantes mejoras de la relación real de intercambio de muchos países y acceso mucho más fácil a la financiación externa). El segundo factor que ha motivado la reducción de los spreads ha sido, como decíamos, las favorables condiciones financieras externas, debido a la evolución de las políticas aplicadas por los países industrializados o a la confianza del mercado (la abundante liquidez de los mercados de deuda en los países desarrollados, los reducidos rendimientos de los bonos estadounidenses a largo plazo, la búsqueda de rentabilidad de los inversores). Por otro lado, estas favorables condiciones han sido aprovechadas por estos países para refinanciar y recomprar deuda externa. De hecho, a principios de 2004 los países emergentes ya han refinanciado más de la mitad de los planes

de emisión externa de 2006 gracias a operaciones de gestión de la deuda. En este sentido, uno de los hechos más destacables y que ha resultado clave en la mejora de los fundamentos han sido los avances en la gestión de su deuda externa. Así, muchos de los gobiernos de países emergentes, especialmente en América Latina han emprendido una serie de operaciones que han resultado en cambios muy importantes en cuanto a la estructura y composición de esta deuda. Así, la deuda externa pública en América Latina ha estado compuesta sobre todo por deuda a corto plazo, denominada en dólares, a tipos de interés variables e indexada a la inflación, lo que hacía a estas economías muy vulnerables a los riesgos de interés y de tipo de cambio. Por ello, las estrategias de gestión de deuda aplicadas por estos países han ido orientadas a desarrollar los mercados nacionales de deuda; conseguir un mix más eficiente entre la deuda pública nacional y externa; aumentar las emisiones internacionales de deuda pública en moneda local, la proporción de deuda a tipos de interés fijo y la madurez de la deuda, y reducir el porcentaje de deuda indexada. En este sentido resulta

anteriores episodios de encarecimiento del petróleo. Finalmente, el crecimiento del PIB en los países emergentes de Europa ha mostrado gran fortaleza a los aumentos de los precios del petróleo, si bien las principales vulnerabilidades de estos países siguen siendo las importantes déficits corrientes y el rápido crecimiento del crédito. WEO, Abril 2006.



EN PORTADA

destacable los progresos seguidos por Méjico (17), o por ejemplo, la emisión de deuda externa denominada en su propia moneda por Uruguay (en 2003 y 2004), Colombia (2004 y 2005), y Brasil en 2005. En definitiva, estas operaciones han contribuido a reducir la vulnerabilidad externa de estas economías, disminuyendo el riesgo de contagio, además del riesgo de tipos de interés y riesgo de tipo de cambio, haciendo más sencilla la refinanciación de sus deudas.

En cuanto a la importancia de uno y otro determinante de la reducción de los spreads de los bonos soberanos de las economías emergentes, el análisis econométrico muestra que los fundamentos y las variables financieras externas han tenido una influencia bastante similar a la hora de explicar su evolución desde 1998. Así, en el Informe sobre Estabilidad Financiera Mundial de Abril 2006 el FMI construye un modelo econométrico para valorar la influencia de estos factores la evolución seguida por el spread agregado del índice global de bonos de las economías emergentes (EMBIG, por sus siglas en inglés). De este análisis se desprende que la mejora de los fundamentos permitiría explicar menos de la mitad de la reducción del spread agregado registrada desde enero de 2003, y que la contribución de los factores políticos habría sido menor que la mejora de las condiciones económicas y financieras. La percepción de menor riesgo por parte de los inversores habría sido la variable que más ha influido en la contracción de este spread. Por su parte, la mejora registrada por el indicador de incertidumbre de la política monetaria en

este período también habría contribuido ligeramente a la caída del spread, mientras que el endurecimiento de la política monetaria estadounidense habría actuado en sentido contrario, mitigando esta caída (18). Por otro lado, el análisis econométrico también sugiere que dado el papel que han jugado la mejora de los fundamentos en la evolución de los spreads de los emergentes, aunque empeoren las condiciones financieras externas, ello no supondría una drástica ampliación de los spreads.

3. Actuales riesgos en los mercados financieros internacionales

3.1. Desequilibrios globales (Global imbalances)

Los desequilibrios globales continua-

(18) El Fondo construye un modelo econométrico lineal cuya variable es el log del spread agregado de las economías emergentes, que el Fondo calcula en base a los datos de los países incluidos en el EMBIG de JP Morgan (se excluyen ciertos emergentes por problemas estadísticos, como por ejemplo Argentina, por la ruptura en sus series provocada por la reestructuración de su deuda). Como proxy de los fundamentos internos de estas economías el Fondo utiliza un conjunto de calificaciones de riesgo económico, financiero y político. Además, para recoger el efecto de las condiciones financieras externas se usan diversas variables: el índice de la volatilidad implícita del mercado de renta variable estadounidense (VIX) se toma como proxy de las percepciones de los inversores sobre el riesgo financiero mundial; los rendimientos de los futuros a tres meses sobre fondos de la Reserva Federal se usan para recoger los efectos de la política monetaria estadounidense y la liquidez mundial sobre este spread, mientras que para capturar los efectos de la incertidumbre sobre la orientación de la política monetaria estadounidense se toma la volatilidad de los futuros de los fondos de la Reserva Federal. La evolución que predice el modelo del spread agregado se ajusta bastante bien a la observada en la realidad. El modelo trata de determinar la influencia de los distintos factores en la evolución del spread agregado del modelo, bajo *condiciones ceteris paribus*. Según las estimaciones, desde enero de 2003 el spread agregado se habría reducido unos 422 pb, siendo la contribución a esta reducción de la mejora de los riesgos económicos y financieros de 105 pb y 53 pb respectivamente.



EN PORTADA

(17) Puede consultarse «Reducing financial vulnerability: the development of the domestic government bond market in Mexico». SERGE JEANNEAU y CARLOS PÉREZ VERDIA. CAMILO E TOVAR, Informe Trimestral del BPI, diciembre de 2005.

ron ampliándose (19) durante el pasado año, de forma que el déficit por cuenta corriente estadounidense alcanza ya un 6,5 por 100 del PIB de este país —y su posición de inversión internacional neta un 25 por 100 de su PIB—, mientras que otros países y regiones acumulan importantes superávits. Estos desequilibrios son el resultado de los importantes cambios que se han producido en los últimos años en la estructura del ahorro e inversión a nivel mundial.

¿Qué ha determinado estos desequilibrios globales? Estos desequilibrios son el resultado neto de las decisiones colectivas de inversión y ahorro de la economía mundial, es decir, responden a los importantes cambios que se han producido en los últi-

tivamente. El impacto de la mejora de los riesgos políticos habría sido mucho más moderado, pues sólo explicaría una reducción del spread de 19 pb. Esto en parte es debido a que la reducción de estos últimos riesgos en los últimos años ha sido mucho menor, entre otras cosas por la inquietud que suscitaba la próxima celebración de algunos procesos electorales de América Latina. La variable VIX explicaría una reducción del EMBIG spread de unos 280 pb, mientras que la contribución de la menor incertidumbre sobre la política monetaria se calcula en unos 22 pb. Por su parte, el efecto estimado por el modelo de los mayores rendimientos de los futuros de los fondos Fed habría sido una ampliación del spread de unos 57 pb, aunque habría sido totalmente contrarrestada por el efecto de los otros factores externos. Por otro lado, el modelo también trata de calcular cómo afectaría un deterioro de las condiciones externas a los spreads de los emergentes. Para ello calcula el impacto que tendría un aumento de la volatilidad de los mercados financieros mundiales sobre el spread agregado, utilizando el mismo modelo. El resultado obtenido es que un aumento de la variable VIR de unos 13.2 pb únicamente produciría una ampliación de los spreads de unos 140pb, *certeris paribus*. Por tanto, este spread seguiría en los niveles de verano de 2004. Para un análisis en mayor profundidad de este contraste econométrico consultar el *Box 1.5 «The Main Drivers of Emerging Market Bond Spreads in Recent Years: Fundamentals or External Factors»* y KASHIWASE y KODRES (2006). «Emerging Market Spread Compression: Is it Real or Is It Liquidity?» IMF Working Paper.

(19) Ilustra claramente la ampliación de este desequilibrio el hecho de que el porcentaje de activos estadounidenses en la riqueza mundial total ha aumentado desde el 5 por 100 hace 5 años hasta aproximadamente el 17 por 100 en los últimos años y supone ya en torno el 40 por 100 de la renta anual mundial.

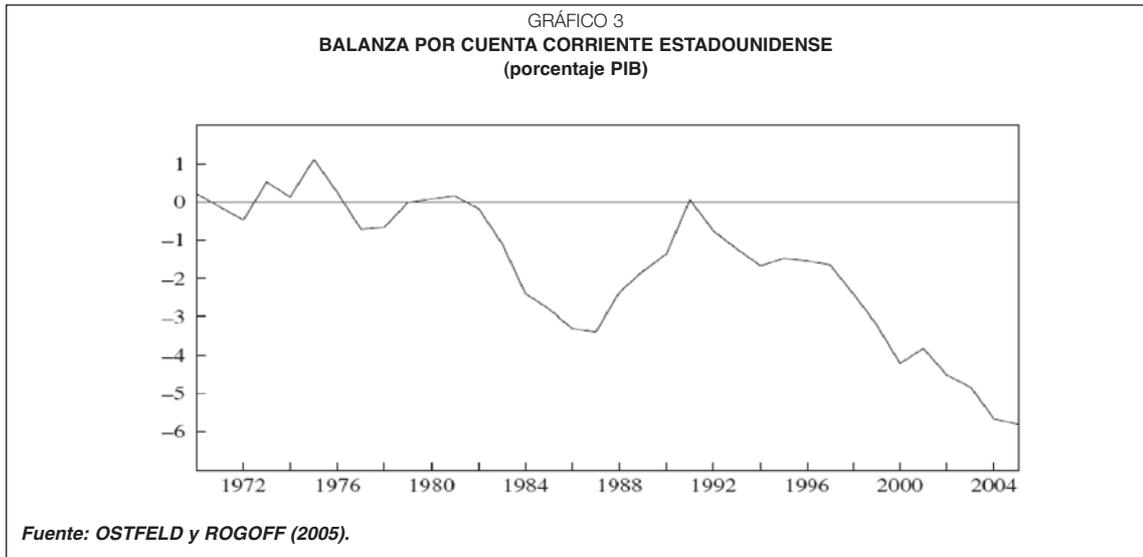
mos años en las pautas de consumo e inversión mundial como consecuencia de una diversidad de factores. Entre estos factores tiene especial relevancia el bajo nivel de ahorro en Estados Unidos. Así, la tasa de ahorro personal de este país viene disminuyendo desde mediados de los 80 y se encuentra en la actualidad en niveles sumamente reducidos (de entorno un 1 por 100 de la renta personal disponible). Su disminución fue impulsada primero por el boom bursátil de la década de los 90, y ahora por el boom inmobiliario. De hecho, se estima que si la tasa de ahorro personal estadounidense aumentara a 5 por 100 de la renta personal disponible (lo que la situaría en la mitad de su nivel de hace diez años), desaparecería más de la mitad del actual déficit corriente estadounidense. Por otro lado, al bajo ahorro privado se ha unido también el deterioro de la posición fiscal estadounidense desde principios del año 2000. Otro factor fundamental a la hora de explicar los actuales desequilibrios globales ha sido el nivel persistentemente bajo de inversión en Asia desde que la región sufrió la crisis financiera de 1997-1998, y también los cambios demográficos en Japón e Europa.

Hasta ahora, los crecientes déficit corrientes estadounidenses se han financiado sin grandes dificultades, y los movimientos cambiarios han sido relativamente benignos. No obstante, la actual acu-

(20) La acumulación de activos estadounidenses por el resto del mundo se podría mantenerse durante cierto tiempo de persistir la actual estructura regional del ahorro e inversión y las diferencias existentes en el nivel de desarrollo de los mercados financieros internacionales. Sin embargo, según el FMI probablemente la reducción esperada en los diferenciales de crecimiento y tipos de interés favorables a Estados Unidos producirán a corto plazo una moderación en el ritmo de acumulación internacional de estos activos. Así, si las previsiones de un crecimiento mundial más equilibrado se materializan, los mercados financieros podrían reaccionar redistribuyendo activos hacia otras áreas como Europa y Japón. Véase a este respecto el Informe GFSR, Abril 2006. FMI.



EN PORTADA



mulación de desequilibrios corrientes no puede mantenerse indefinidamente (20). De continuar la actual trayectoria, llegará un momento que el endeudamiento externo neto estadounidense se volverá insostenible y el ajuste será inevitable. De esta forma, teniendo en cuenta lo que nos dice la teoría de ajuste intertemporal de la balanza de pagos, y considerando también los efectos valoración comentados, podemos ver como el cumplimiento de la restricción presupuestaria intertemporal del país exige que un aumento en su posición deudora externa neta debe compensarse: (i) con un aumento en el valor presente de la corriente de superávit futuros, (ii) con un aumento en el valor presente de las ganancias de capital futuras de su cartera de activos internacionales netos, (iii) o bien con una combinación de ambos. Por otro lado, incluso los «efecto valoración» que como hemos visto están favoreciendo la sostenibilidad del déficit corriente estadounidense tienen un límite, pues cuanto más se deprecia el dólar, más disminuye el valor de los dólares que mantienen los bancos centrales de otros países como reservas de divisas. Por tanto, a fin de evitar un deterioro sustancial de sus balances, llegaría un momen-

to en que estos países tratarían de impedir la depreciación del dólar, lo que supondría una presión creciente a ajustar el desequilibrio externo estadounidense vía cantidades.

Dado que el ajuste de los desequilibrios globales resulta inevitable, la cuestión que se plantea es cómo y cuándo se producirá dicho ajuste. En cuanto al cómo, podemos decir que se producirá en cualquier caso mediante una combinación de una depreciación del tipo de cambio real efectivo del dólar y un reajuste de la demanda mundial entre distintos países. De hecho, las estimaciones empíricas apuntan a que cambios autónomos de magnitud considerable en el tipo de cambio real efectivo del dólar (digamos del orden del 20 por 100) sólo permitirían ajustar parcialmente el déficit corriente estadounidense (en torno a un tercio), produciéndose la mayor parte del ajuste mediante shocks de ahorro y productividad que permitiesen reequilibrar el ahorro neto mundial, aunque como consecuencia de los mismos también se producirían movimientos del tipo de cambio del dólar (Obstfeld y Rogoff). Por lo demás, poco podemos afirmar con certeza sobre la duración y severidad del ajust-



EN PORTADA

te, siendo plausibles diversos resultados. De hecho, diversos autores han llevado a cabo simulaciones para plantear las consecuencias que tendría, bajo distintos escenarios, el ajuste sobre los tipos de cambio y el crecimiento de las principales regiones (21), contemplándose distintos escenarios. A partir de estas simulaciones podemos extraer una serie de conclusiones:

— Los riesgos de un ajuste desordenado (con efectos muy negativos sobre el crecimiento mundial, sobrerreacciones considerables en los tipos de cambio y aumentos significativos de tipos de interés) son considerables cuando no se introducen políticas y acciones para facilitar la corrección de los desequilibrios globales. El éxito del ajuste cuando se deja que éste se produzca por la acción de las fuerzas del mercado van a depender de dos factores: (i) que el resto del mundo esté dispuesto a seguir acumulando activos denominados en dólares durante un período considerable de tiempo sin demandar a cambio grandes primas de riesgo, pese al deterioro de sus balances que producirá la depreciación del dólar; (ii) que se eviten las presiones proteccionistas.

— Las principales regiones pueden introducir las políticas que hemos apuntado contribuirían a reducir los desequilibrios globales (mayor flexibilidad cambiaria en Asia, consolidación fiscal en EEUU y reformas estructurales que aumenten el crecimiento en la zona euro y Japón).

— La coordinación de las políticas permite amplificar los beneficios del ajuste. Una acción conjunta de estas regiones, cada una en el sentido antes apunta-

do, permitiría que los desequilibrios globales se redujesen sustancialmente, al tiempo que minimizaría los riesgos de un ajuste brusco y desordenado. En este caso, se conseguiría que el crecimiento mundial más intenso y equilibrado por regiones. Además, se obtendrían mejoras paretianas porque aumentaría el bienestar de cada región individual.

Por otro lado, algunos autores y responsables de política económica mantienen una visión optimista, y consideran que existen amplias posibilidades de que este ajuste sea ordenado y gradual. Greenspan, por ejemplo, ha defendido que la creciente integración financiera no sólo ha sido el factor que ha permitido a Estados Unidos mantener los actuales grandes déficit por cuenta corriente sino que además permitirá que su ajuste sea benigno. No obstante, parece que los riesgos de un ajuste severo, que produzca graves tensiones en los mercados internacionales, parecen haber aumentado en los últimos cinco años, no sólo porque el déficit corriente estadounidense se ha ampliado significativamente sino también porque se han producido una serie de factores que pueden dificultar el proceso de corrección de los desequilibrios, como el encarecimiento de los precios de la energía, o el hecho de que EEUU cada vez dependa más de los bancos centrales asiáticos y de países exportadores de petróleo políticamente muy inestables para financiar sus déficit. A estas vulnerabilidades pueden añadirse las rigideces persistentes en las economías europeas, que el crecimiento japonés sigue siendo muy dependiente de las exportaciones, la sensibilidad de las economías emergentes a la volatilidad financiera internacional, y el hecho de que cada vez más las contrapartes en las transacciones financieras internacionales son compañías de seguros, hedge



EN PORTADA

(21) Entre otros, consultar: Obstfeld y Rogoff (2005); DOUGH LAXTON Y GIAN-MARIA MILESSI FERRETI «How will Global Imbalances Adjust». WEO, septiembre 2005. FMI.

funds y otras entidades financieras no bancarias sometidas a escasas o débiles regulaciones. Sin olvidarnos del aumento de los riesgos geopolíticos. Así las cosas, lo que parece evidente es que la resolución de estos desequilibrios es una responsabilidad compartida y que precisa de una solución cooperativa. Y también que la inacción podría resultar posiblemente más costosa para los países individuales que la cooperación. Una caída brusca de la cotización del dólar podría cebar la inflación en Estados Unidos, y poner en peligro los balances empresariales y las perspectivas de crecimiento de los países acreedores de Europa y Asia, además de agravar las tendencias proteccionistas que existen en la actualidad en todo el mundo.

tos del precio del petróleo) y fuese necesario intensificar el endurecimiento de la política monetaria, ello conduciría a un aumento en los tipos de interés a largo plazo. De esta forma, deterioro en las condiciones de financiación pondría a prueba la solidez de los balances de empresas y economías domésticas. Si además esto ocurre en un contexto de ralentización económica —que podría resultar de la mayor restricción monetaria o de un eventual ajuste a los desequilibrios externos— es posible que el ciclo de crédito (23) se invirtiese antes de lo previsto. A lo largo del 2005 ya han aparecido algunos signos de deterioro de la calidad crediticia de las empresas. Por ejemplo (24), hay una tendencia creciente a aumentar el apalancamiento de los balances y tomar decisiones que beneficien a los accionistas a expensas de los acreedores, como mayores pagos de dividendos, amplias recompras de acciones y actividades de fusiones y adquisiciones. Sin embargo, dada la solidez de los balances del sector empresarial en su conjunto, la mayor parte de los agentes del mercado prevé un cambio gradual en el ciclo crediticio. Por tanto, lo más probable es que el cambio de ciclo de crédito generase un aumento en el riesgo idiosincrásico, que se reflejaría en aumentos de los spreads de crédito para ciertas empresas, pero no en el spread de crédito del sector empresarial en su conjunto.

Mayores son los riesgos que implica una política monetaria más restrictiva


EN PORTADA

3.2. La política monetaria y precios del petróleo

Las favorables condiciones en los mercados financieros han venido apoyadas por unas condiciones monetarias laxas. Sin embargo, las autoridades monetarias de los principales países industrializados han comenzado a tomar medidas para reducir el efecto expansivo de sus políticas una vez que constataron que los riesgos para la estabilidad de precio habían aumentado (22). Hasta ahora las expectativas inflacionistas han permanecido ancladas, pero si aumentasen significativamente por cualquier motivo (como pudieran ser nuevos aumen-

(22) La Reserva Federal continuó con sus reducciones «meduradas» de tipos, que se incrementaron 25 puntos básicos en cada reunión de su Comité de política monetaria. La BCE comenzó a subir su tipo de interés oficial a finales de 2005 desde su mínimo histórico anterior, y practicó una nueva subida en marzo 2006. Por su parte, el Banco de Japón puso fin a su política de «relajación cuantitativa» ante los indicios crecientes de cese de la deflación.

(23) El ciclo de crédito hace referencia a las fluctuaciones en la salud financiera o en la calidad de los balances del sector empresarial que afecta al acceso o coste del crédito de las empresas.

(24) Además, el porcentaje de revisiones a la baja de la calificación crediticia de empresas no financieras respecto al total de revisiones realizadas ha aumentado paulatinamente en 2005, no sólo en Estados Unidos, sino también en Europa y Japón.

para las economías domésticas, dado el dinamismo del mercado de la vivienda en muchos países industrializados, las extraordinarias tasas de crecimiento tanto de los precios en este sector como del crédito hipotecario. Así, los mayores tipos de interés podrían aumentar sustancialmente la carga del servicio de la deuda hipotecaria y deteriorar los balances de las economías domésticas en las que una proporción importante de hipotecas se han contratado a plazos muy largos y tipos de interés fijos. Ello podría producir pérdidas en las instituciones prestamistas, afectando así a la estabilidad financiera.

Finalmente, los riesgos inflacionistas se acentúan como consecuencia de los elevados y volátiles precios de la energía. El precio del crudo supera ya los 70 dólares el barril y los riesgos de que se produzcan nuevos incrementos son considerables. Hasta ahora los efectos del encarecimiento de la energía sobre la economía mundial han sido más moderados de lo que generalmente se hubiera esperado. De hecho, el impacto sobre la inflación subyacente ha sido reducido, gracias fundamentalmente a que las expectativas inflacionistas se han mantenido bajo control. Sin embargo, esto puede no continuar siendo así en el futuro y de hecho el encarecimiento de la energía ya está afectando a otros precios. Además una vez que se traslade a precios del consumo, existe el riesgo de que ello afecte a los acuerdos salariales, generando así «efectos de segunda ronda».

3.3. Riesgos de carácter estructural generados por los mercados de derivados de crédito y de crédito estructurado

Hemos aludido a las numerosas ventajas que ofrecen los mercados de crédito

estructurado y de derivados de crédito. Sin embargo, estos instrumentos no están exentos de riesgos potenciales, sobre todo porque la evolución del mercado está todavía en su fase inicial y todavía no se ha comprobado de forma exhaustiva la solidez de estos nuevos mercados en situaciones de tensión, como un cambio brusco en el ciclo de crédito o una cadena de incumplimientos.

Los principales motivos de preocupación se derivan de las siguientes características y problemas de estos mercados:

— *Se trata todavía de mercados altamente concentrados.* De hecho, la principal inquietud que suscitaban estos mercados cuando comenzaron a cobrar auge era precisamente la alta concentración de la actividad creadora de mercado en un número reducido de *dealers*, por los efectos perturbadores que podría tener que uno de estos *dealers* dejase de operar. No obstante, con el rápido desarrollo de estos mercados estas preocupaciones se han mitigado considerablemente, pues aunque el grado de concentración sigue siendo alto (25), se ha reducido considerablemente, situándose en niveles similares a otros segmentos.

— *Problemas de liquidez en el mercado secundario de derivados de crédito.* Se trata de posiblemente del principal riesgo para la estabilidad del sistema financiero que plantean estas innovaciones financieras, sobre todo teniendo en cuenta el alto grado de apalancamiento de los balances

(25) Las encuestas muestran que en los 7 últimos años los 8-10 principales *dealers* mundiales seguían manteniendo una cuota de mercado estable y de magnitud importante (representaban cerca del 70 por 100 de las posiciones brutas totales). No obstante, las encuestas reflejan también que el grado de concentración existente en la actualidad varía significativamente en función de los productos y que la concentración entre los dos o tres mayores *dealers* es menor que en el pasado. Además, la posición relativa de los principales *dealers* varía considerablemente con el tiempo, lo que evidencia la influencia de las innovaciones de productos en la cuota de mercado de una empresa a corto plazo.



EN PORTADA

de los principales participantes en estos mercados y los potenciales efectos contagio relacionados. Así, mientras que la liquidez en los mercados «primarios» de transferencia del riesgo ha aumentado significativamente en los últimos años y sus niveles resultan aceptables, en el mercado secundario muchos productos y segmentos de los mercados de derivados de crédito y crédito estructurado son muy vulnerables a potenciales perturbaciones de liquidez (26). La falta de liquidez puede hacer prácticamente imposible encontrar un «precio de mercado» para estos instrumentos. Además, ante una disminución inesperada de la calidad del crédito, puede resultar muy difícil encontrar contraparte (en concreto, vendedores de protección) en determinadas transacciones, haciendo imposible su realización (27).

— Mercados con elevada complejidad. Estamos hablando de instrumentos nuevos, cuya mecánica y estructura financiera resulta todavía poco conocida, lo

que hace difícil evaluar la magnitud y naturaleza del riesgo que conllevan. Esta dificultad se plantea en un doble ámbito: por un lado, en la construcción de modelos de valoración del riesgo y determinación de precios; y por otro en la interpretación del riesgo asociado a operaciones individuales, lo que puede hacer que inversores no especializados infravaloren los riesgos implícitos y adquieran un nivel de exposición superior al deseado. Todos estos problemas han llevado a que las agencias de calificación crediticia hayan desempeñado un papel clave en el desarrollo de estos mercados. Pese a los esfuerzos realizados por estas agencias por mejorar la valoración del riesgo de estos instrumentos, la experiencia en la materia sigue siendo todavía escasa, siendo necesario seguir avanzando en la comprensión de los riesgos de estos instrumentos (especialmente de la correlación de los riesgos de los distintos tramos).

— Carencias de información. En general, tanto los participantes en el mercado como los supervisores disponen de muy poca información sobre quien adquiere estos productos, lo que dificulta enormemente una evaluación correcta de los efectos de determinados acontecimientos (como el deterioro de las condiciones macroeconómicas en un país o una quiebra empresarial), al resultar muy complicado identificar los agentes que están asumiendo el riesgo final ante estos sucesos.

— *Alto grado de apalancamiento.* Otro motivo de preocupación son las posiciones altamente apalancadas de los balances de las instituciones financieras ante un cambio brusco en el ciclo de crédito. Esto resulta especialmente relevante porque como hemos explicado estos instrumentos transfieren los riesgos de crédito generalmente de entidades altamente reguladas y some-



EN PORTADA

(26) Esta falta de liquidez en el mercado secundario se explica en buena medida por la falta de diversidad de los participantes de mercado, y la consiguiente segmentación de los mercados. Tampoco contribuye al desarrollo de liquidez el hecho de que importantes inversores en estos mercados, como las aseguradoras y los fondos de pensión, por su propia naturaleza no actúan como vendedores de protección, y sino que mantienen en sus balances las exposiciones de crédito adquiridas. En el mismo sentido, también suscita preocupación el impacto que puedan tener en la liquidez del mercado instituciones con alto grado de apalancamiento (como los hedge funds). «*The influence of Credit Derivative and Structured Credit Markets on Financial Stability*». GFSR, April 2006.

(27) Las revisiones a la baja de las calificaciones crediticias de la deuda de General Motors y Ford en primavera de 2005 generaron un rápido aumento de los spreads en los mercados de derivados de crédito y como resultado, grandes pérdidas para ciertos fondos de cobertura. Estos inversores trataron de cubrir sus pérdidas o reestructurar sus exposiciones, pero dada la naturaleza ilíquida y altamente apalancada de sus posiciones aparecieron importantes desajustes de precios en los mercados subyacentes de CDS. Consúltense el Informe Trimestral del BPI de diciembre 2005 y marzo de 2006; The Buttonwood column: «*GM, Ford and the Markets*». *The Economist*, 10-05-2005; y «*Credit derivatives*». *The Economist*, 31-01-2006.

tidas a requisitos de información muy exigentes (bancos) a otras entidades o agentes sometidos a una regulación y requisitos de información más laxos o a organismos de supervisión más dispersos, como los *hedge funds*.

– Riesgos operativos. El rápido crecimiento registrado por estos mercados y la complejidad de muchos de estos productos han propiciado la aparición de algunos problemas operativos que constituyen otro potencial foco de riesgos para la estabilidad financiera. Las principales preocupaciones se derivan del cúmulo de operaciones sin confirmar, los retrasos y las notificaciones incorrectas en las novaciones en los contratos de derivados de crédito y la necesidad de mejorar los procedimientos de liquidación.

3.4. El riesgo de gripe aviar y otros acontecimientos negativos inciertos

También hay que tener en cuenta los riesgos que pueden suponer para el funcionamiento del sistema financiero internacional una serie de perturbaciones negativas como acontecimientos geopolíticos, un aumento significativo del proteccionismo o una pandemia de gripe aviar. Cualquiera de estos acontecimientos dañaría seriamente la confianza del mercado, pudiendo tener repercusiones muy negativas para estabilidad financiera mundial. En cualquier caso, se trata de acontecimientos rodeados de gran incertidumbre y cuyos efectos son sumamente difíciles, sino imposibles de cuantificar. No obstante, en el caso de la gripe aviar se han realizado esfuerzos por determinar cuáles serían sus implicaciones financieras. En concreto, se estima que tal pandemia produciría efectos sobre el sistema financiero internacional a través de dos

vías:

— El previsible fuerte aumento del absentismo laboral podría generar graves perturbaciones en funciones y servicios financieros claves para el sistema financiero internacional, pudiendo incluso impedir que se completasen ciertas transacciones. Además, aunque se produjesen inicialmente en una zona geográfica, la interconexión actual de los mercados financieros hace previsible que terminase afectando a los mercados financieros de otros países.

Esta pandemia probablemente aumentaría la percepción de riesgo por parte de los agentes (28), produciéndose un aumento de la demanda de efectivo y otros activos de bajo riesgo. Esta «huída hacia la calidad» podría desencadenar reducciones importantes de las valoraciones bursátiles y ensanchamientos de los diferenciales de crédito tanto corporativos como de los mercados emergentes. Por las mismas razones apuntadas anteriormente, los ajustes en los precios de los activos acabarían transmitiéndose a otras regiones. Además, los cambios en la valoración podrían deteriorar gravemente los balances de las instituciones financieras, y llegar a hacer peligrar, incluso, la capacidad de estas para cumplir los requisitos prudenciales. Por otro lado, como resultado de la recomposición de las carteras, podrían darse temporalmente reducciones significativas en los flujos de capital netos destinados a los mercados emergentes.

4. Recomendaciones del fondo respecto a políticas económicas y medidas de supervisión financiera

Vistos los principales riesgos para la estabilidad del sistema financiero interna-



EN PORTADA

cional, pasamos a describir una serie de medidas que el Fondo Monetario Internacional recomienda aplicar para controlar tales riesgos y aumentar la fortaleza y resistencia del sistema financiero mundial. Para ello conviene distinguir dos tipos de medidas:

Por un lado están las políticas macroeconómicas que persiguen un crecimiento mundial sólido y equilibrado, y que de esta forma también contribuirán a la fortaleza y resistencia del sistema financiero. En este sentido, las medidas recomendadas por el Fondo (29) incluyen, además de las medidas de política económica ya comentadas para facilitar una corrección ordenada de los desequilibrios globales, una serie de acciones y medidas estructurales en los mercados de petróleo para evitar que el ajuste entre oferta y demanda en dicho mercado se traduzcan en precios elevados. Además, dados los riesgos que las presiones proteccionistas podrían tener sobre el crecimiento mundial, el Fondo destaca la importancia de conseguir resultados ambiciosos de la actual ronda de Doha.

Por otro lado, están aquellas medidas específicamente orientadas a reducir las vulnerabilidades del sistema financiero. En este sentido, el Fondo considera que, más que introducir nuevas regulaciones en estos mercados que pudiesen deprimir las innovaciones, se necesita reforzar la supervisión y vigilancia, especialmente mediante la aplicación de medidas ya diseñadas como Basilea II. Por otro lado, las autoridades supervisoras deberán hacer esfuerzos por adaptarse a unos mercados financieros en continua evolución, pues sólo así será posible contar con

valoraciones sólidas y fundadas de los riesgos y debilidades de los sistemas financieros. Finalmente, la supervisión debería fomentar que se introduzcan mejoras en la solidez de las infraestructuras del mercado (30), sobre todo teniendo en cuenta los riesgos operativos de los derivados de crédito.

Además, tanto los participantes en los mercados como las autoridades supervisoras deben continuar mejorando el gobierno corporativo, la transparencia, la revelación de datos y la integridad de las declaraciones financieras. Estas medidas permitirán reducir el margen para las sorpresas sobre la verdadera salud de los balances, lo que resulta especialmente importante dado que precisamente estas sorpresas y una serie de perturbaciones imprevistas han sido factores desencadenantes de muchas crisis financieras en el pasado.

La reciente evolución de los mercados de deuda de las economías emergentes confirma la importancia de las políticas macroeconómicas prudentes (especialmente políticas fiscales prudentes y tipos de cambio flexibles) de cara a reducir las debilidades de estos mercados y reforzar la resistencia del sistema financiero. Así, la experiencia de muchos de estos países recomienda que se sigan aplicando programas de gestión de deuda activos que incluyan las siguientes operaciones: usar las reservas que excedan de los requisi-

(29) WEO, Abril (2006). Comunicado del Comité Monetario y Financiero Internacional, 22 de abril 2006.

(30) En este sentido, resultan muy positivas algunas recientes como la reciente iniciativa supervisora que trata de empujar a los participantes del mercado a adoptar medidas para reducir los retrasos en la confirmación de las operaciones comerciales con derivados de créditos, y diversas iniciativas del sector privado entre las que destacan los trabajos para desarrollar un protocolo para la liquidación de efectivo en los contratos de derivados, las recomendaciones del Grupo de Política de Gestión de Riesgo II, el Plan de Acción del G30 para la compensación y liquidación mundial.

(28) Algunos autores apuntan a que se produciría un aumento de la aversión al riesgo de los agentes. Sin embargo consideramos más correcto hablar de variación en la percepción del riesgo en vez de cambios en las preferencias por el riesgo.



EN PORTADA

tos prudentiales para comprar deuda externa, intercambiar en el mercado deuda denominada en divisas por deuda en moneda nacional, y aumentar gradualmente la duración de las curvas de rendimiento de la deuda externa. Por otro lado, muchas de estas economías deben continuar mejorando la transparencia en la divulgación de datos, lo que además contribuiría a relaciones con los inversores más estables.

Los países de renta baja están comenzando a atraer considerable interés por parte de los inversores extranjeros. La aplicación de políticas macroeconómicas prudentes sigue siendo también en su caso la mejor manera de proteger sus balanzas de pagos y sus sectores financieros de eventuales cambios en las expectativas de los inversores. Estas políticas deberían perseguir, entre otras cosas, evitar endeudamientos insostenibles, lo que de nuevo exige el desarrollo de programas adecuados de gestión de la deuda.

Finalmente, hemos visto que los mercados financieros son vulnerables al riesgo de contingencias impredecibles poco probables (event risks). Entre estos, el riesgo de gripe aviar ha despertado recientemente gran atención. En este sentido, las autoridades nacionales deben establecerse mecanismos que aseguren sus sistemas financieros están suficientemente preparados para hacer al riesgo de esta pandemia, de forma que los principales servicios financieros sigan funcionando sin graves problemas. Ello requiere entre otras cosas las siguientes medidas: en primer lugar, los reguladores deben proporcionar orientaciones sobre el contenido de los planes de continuidad del negocio; asimismo, deben realizar pruebas para comprobar que las funciones esenciales del sistema financiero puedan continuar desarrollán-

dose si se da la crisis, incluso en caso de tasas de absentismo considerable; también debe comprobarse que las instituciones pueden satisfacer un posible fuerte incremento de la preferencia de liquidez, y si finalmente la pandemia se produjese, evaluar periódicamente si el nivel de liquidez resulta apropiado. Por último, deberán desarrollarse, con la suficiente antelación, estrategias de comunicación adecuadas, dado que éstas serán claves para minimizar la posibilidad de sobre-reacciones del mercado ante tal pandemia

BIBLIOGRAFÍA

1. BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES (2005) Informe Anual nº 75 Junio 2005.
2. BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES (2005) Informe Trimestral de Diciembre 2005.
3. BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES (2006) Informe Anual nº 76, Junio 2006.
4. BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES (2006) Informe Trimestral de marzo 2006.
5. CONELLY, F (2005). «The Financing of the US Current Account Deficit». Working Paper. ECB
6. FMI, «The influence of Credit Derivative and Structured Credit Markets on Financial Stability». Global Financial Stability Report, April 2006. Chapter II.
7. FMI, Global Financial Stability Report, Abril 2006.
4. FMI, World Economic Outlook Abril 2005.
5. FMI, World Economic Outlook, Abril 2006.
6. FMI, World Economic Outlook, Septiembre 2005.
7. JEANNEAU, S y VERDIA, C (2005). «Reducing financial vulnerability: the



EN PORTADA

- development of the domestic government bond market in Mexico». Banco de Pagos Internacionales. Informe Trimestral, diciembre de 2005.
8. KASHIWASE y KODRES (2006). «Emerging Market Spread Compression: Is it Real or Is It Liquidity?» IMF Working Paper.
 9. KAWAGOE, M (2005). «Valuation Effects». Stabilizing Changes in Net External Assets. JCER Researcher Report No. 68.
 10. LANE, P AND MILESI-FERRETI, G. «A Global Perspective on External Positions». IMF Working Paper WP/05/161.
 11. LAXTON, D Y MILESI FERRETI, G (2005) «How will Global Imbalances Adjust». FMI, WEO, Septiembre 2005. Apéndice 1.
 12. MARQUÉS SEVILLANO, J (2005). «Nuevos Instrumentos de Titulización de Pasivos Empresariales: Características e implicaciones». Banco de España. Boletín Económico. Diciembre
 13. OBSTFELD, M Y ROGOFF, K (1996). «Foundations of International Macroeconomics». MIT Press.
 14. OBSTFELD, M Y ROGOFF, K (2004). «The Unsustainable US Current Account Position Revisited». NBER Working Paper 10869.
 15. OBSTFELD, M Y ROGOFF, K(2005). «Global Current Account Imbalances and Exchange Rate adjustments». www.economics.harvard.edu
 16. PÉREZ RAMÍREZ, J (2004). «Los derivados de crédito». Revista Estabilidad Financiera, nº6. Banco de España.
 17. POWELL, A. (2004). «Implicaciones de Basilea II para América Latina». Banco de España, Revista Estabilidad Financiera, nº6.
 18. THE ECONOMIST (2006). «Credit derivatives». The Buttonwood column: 31-01-2006.
 19. THE ECONOMIST(2005). «GM, Ford and the Markets», The Buttonwood column: 10-05-2005.
 20. TOVAR, C. (2005). «International government debt denominated in local currency: recent developments in Latin America». Banco de Pagos Internacionales. Informe Trimestral diciembre de 2005.



EN PORTADA