

INFORME SOBRE LA ESTABILIDAD FINANCIERA MUNDIAL

Resumen ejecutivo

Evaluación global: ¿En qué punto estamos?

Mientras el mundo sigue capeando la pandemia mundial, los riesgos para la estabilidad financiera se mantienen contenidos por el momento, gracias al actual apoyo monetario y fiscal, y al repunte de la economía mundial durante el año en curso. Aunque en las economías avanzadas las condiciones financieras se han relajado incluso más, en términos netos, el clima de optimismo que impulsó a los mercados durante el primer semestre del año ha perdido fuerza durante el verano. Los inversionistas están cada vez más preocupados por las perspectivas económicas en un contexto de aumento de los contagios y mayor incertidumbre en torno al vigor de la recuperación, en particular en los mercados emergentes. A finales de septiembre, el temor a que las presiones inflacionarias fuesen más persistentes de lo previsto inicialmente hizo subir todavía más las tasas de interés nominales, revirtiendo por completo su evolución anterior en algunos países. Pese a ciertas mejoras registradas desde la publicación de la edición de abril de 2021 del *Informe sobre la estabilidad financiera mundial* (informe GFSR), las vulnerabilidades financieras siguen siendo elevadas en varios sectores, aunque quedan enmascaradas parcialmente por las enormes políticas de estímulo. Los responsables políticos se enfrentan a una difícil disyuntiva: mantener el apoyo a corto plazo a la economía mundial y, al mismo tiempo, evitar consecuencias no deseadas y riesgos para la estabilidad financiera a medio plazo. Un período prolongado de condiciones financieras extremadamente favorables, aunque necesario para sostener la recuperación económica, podría provocar tensiones excesivas en las valoraciones de los activos y alimentar las vulnerabilidades financieras. Algunas señales de alerta —por ejemplo, la mayor asunción de riesgos financieros y el aumento de las fragilidades en el sector de las instituciones financieras no bancarias— son indicativas del deterioro de los cimientos de la estabilidad financiera. Si no se corrigen, estas vulnerabilidades podrían convertirse en un legado de deficiencias estructurales, que harían peligrar el crecimiento a mediano plazo y pondrían a prueba la resiliencia del sistema financiero mundial.

Avances registrados desde la edición de abril de 2021 del *Informe sobre la estabilidad financiera mundial*

En las economías avanzadas, las condiciones financieras se han relajado incluso más, en términos netos, impulsadas por las expectativas de mantenimiento de la política monetaria acomodaticia y el aumento de las valoraciones de activos de riesgos. Por contra, las condiciones financieras han variado poco en el conjunto de los mercados emergentes, ya que el endurecimiento de la política monetaria en respuesta a la presión inflacionaria en algunos países ha neutralizado los avances de los precios de los activos de riesgo (gráfico 1).

En general, los balances corporativos se han fortalecido. El temido fuerte repunte del número de quiebras no se ha materializado, gracias al respaldo fiscal focalizado y el apoyo sin precedentes de la política monetaria. Los ingresos han aumentado, y la rentabilidad supera ya los niveles prepandémicos en varias economías (gráfico 2). La calidad del crédito en los mercados de bonos de grado especulativo ha seguido aumentando y se espera que las tasas de incumplimiento se mantengan en niveles bajos.

La situación financiera de los hogares ha mejorado y parece ser más sólida de lo que fue durante la crisis financiera mundial. Las reducidas tasas de interés, así como el respaldo al ingreso y los costos de intereses —incluidas las moratorias de pago de la deuda en algunos países— han sido beneficiosas para los hogares. Muchos países han asistido a una caída del coeficiente del servicio de la deuda, lo cual ha provocado una disminución del riesgo de incumplimiento de las hipotecas y otros préstamos de consumo (gráfico 3).

En las economías de mercados emergentes y preemergentes, las perspectivas de los flujos de inversión de cartera han mejorado, estimuladas por la actual recuperación económica y la solidez del apetito por el riesgo a

nivel mundial, si bien los flujos de deuda en moneda nacional no se han recuperado de la debilidad mostrada en el primer trimestre. El repunte de la emisión de divisas ha sido fuerte y muchos emisores de menor calificación se han reincorporado a los mercados de capital (gráfico 4).

Gracias a la solidez de la posición de capital mundial, el apoyo del sector bancario internacional ha sido determinante para poder mantener el flujo de crédito a la economía. A excepción del extremo débil de la distribución en algunos países, los bancos conservaron su resiliencia, gracias a los años de acumulación de capital tras las reformas introducidas como consecuencia de la crisis financiera mundial y al mantenimiento de políticas monetarias y fiscales de apoyo sin precedentes.

El sector financiero mundial —y el sector de los fondos de inversión en particular— puede ser decisivo a la hora de catalizar la inversión privada para acelerar la transición a una economía con bajas emisiones de carbono y mitigar el cambio climático (capítulo 3). El incremento de la sensibilización de los inversionistas ante las catástrofes, atribuible a la pandemia, ha provocado un fuerte aumento de los flujos dirigidos a fondos sostenibles —y a fondos climáticos en particular— desde comienzos de 2020 (gráfico 5). Las entradas de capital respaldan la administración climática y la emisión de títulos de empresas "verdes". Asimismo, los inversionistas en proyectos sostenibles podrían fomentar la estabilidad financiera ya que son menos sensibles a los rendimientos a corto plazo. No obstante, el sector de los fondos sostenibles sigue siendo reducido (USD 3,6 billones en activos de gestión al final de 2020, de los cuales solo USD 130.000 millones corresponden a fondos climáticos).

No obstante, se mantienen los riesgos en un entorno de vulnerabilidades financieras aún elevadas

Tras el pronunciado descenso registrado durante el verano, las tasas de interés a largo plazo mundiales aumentaron a finales de septiembre, revirtiendo por completo su evolución anterior en algunos países, ante el temor a que las presiones de los precios fuesen más persistentes de lo previsto inicialmente (gráfico 6).

Si bien los inversionistas siguen pensando que las recientes presiones de los precios se moderarán y se irán disipando paulatinamente, las inquietudes sobre los riesgos de inflación se han intensificado recientemente en los mercados financieros (gráfico 7). Además de la nueva subida de los precios de la energía y las materias primas, los inversionistas han señalado la posibilidad de que las perturbaciones de la cadena de suministro y la escasez de mano de obra y materiales pueda tornarse más persistente de lo que se había pronosticado, lo cual afectaría a las dinámicas salariales y terminaría desanclando las expectativas de inflación.

En algunos segmentos del mercado, parece que las valoraciones de los activos están en tensión. A pesar de las recientes turbulencias en los mercados, los precios de las acciones han seguido aumentando, en términos netos, desde la edición de abril del informe GFSR, impulsados por una política monetaria laxa y la solidez de los ingresos. Sin embargo, el desajuste de las cotizaciones de las acciones (en relación con valores basados en las variables fundamentales de la economía) se ha mantenido en niveles elevados en la mayoría de los mercados (gráfico 8). La reducción de los diferenciales de crédito los ha situado por debajo de los niveles previos a la pandemia. Los precios de la vivienda han registrado un rápido aumento en muchos países, debido entre otros factores a la mejora de las perspectivas, las políticas de apoyo y los cambios en las preferencias de los hogares.

Los mercados emergentes y preemergentes siguen enfrentando importantes necesidades de financiamiento. Las tasas de interés de los bonos del Estado en moneda nacional han aumentado en muchos países, espoleados por factores internos (subida de la inflación y problemas fiscales). La subida de las tasas de interés del Tesoro de Estados Unidos a finales de septiembre podría ejercer una presión adicional de cara al futuro, que provocaría un aumento de los costos de financiamiento de muchos países. La presión inflacionaria ha llevado a muchos bancos centrales a adoptar una política monetaria de orientación más restrictiva. Las perspectivas de los flujos de capital han mejorado, impulsadas por la actual recuperación y el fuerte apetito por el riesgo a nivel mundial. Las condiciones monetarias siguen siendo acomodaticias en términos generales, con tasas reales sumamente negativas. De todos modos, existe el riesgo de que estas tasas aumenten de forma significativa en los próximos años (gráfico 9). Un cambio brusco de orientación de la política monetaria en las economías avanzadas podría provocar un fuerte endurecimiento de las condiciones financieras, el cual afectaría negativamente a los flujos de capital y amplificaría las presiones en los países que enfrentan problemas de sostenibilidad de la deuda (gráfico 10).

Pese a las mejoras obtenidas durante la recuperación, las vulnerabilidades financieras siguen siendo elevadas en varios sectores. Por lo que se refiere a las sociedades no financieras, la recuperación sigue siendo desigual entre países, sectores y tamaños de empresa. Los riesgos de solvencia siguen siendo elevados en los sectores más afectados por la pandemia (por ejemplo, transporte y servicios) y en las empresas pequeñas (gráfico 11). En China, las condiciones crediticias se han vuelto más restrictivas, sobre todo para las empresas con mala calificación crediticia y en provincias con mayor fragilidad de las finanzas públicas.

Las vulnerabilidades de los fondos de inversión, que la demanda de liquidez de marzo de 2020 sacó a la luz, persisten y van en aumento en algunas otras instituciones financieras no bancarias que buscan alcanzar las metas de rendimiento nominal establecidas. Por ejemplo, en muchas jurisdicciones, las empresas de seguros todavía registran importantes descalces de duración entre activos y pasivos. Con el objetivo de aumentar el rendimiento del capital invertido, las empresas de seguros de vida han incrementado su participación en bonos de calidad inferior. En el actual contexto de tasas de interés situadas en niveles persistentemente bajos y abundante liquidez, recurrir en mayor medida al apalancamiento financiero para aumentar los rendimientos podría generar volatilidad en los mercados financieros.

En el sector bancario, las normas de evaluación de préstamos siguen siendo restrictivas en muchos países. Según las encuestas de oficiales de préstamos bancarios, se espera que esta postura se mantenga, lo cual convierte los riesgos para las perspectivas crediticias en el principal obstáculo al crecimiento del crédito. Una desaceleración de los préstamos bancarios internacionales podría representar más riesgos a la baja para muchas economías de mercados emergentes.

El ecosistema de criptoactivos prosigue su rápido crecimiento (gráfico 12), brindando nuevas oportunidades y retos (capítulo 2). El intercambio de criptoactivos plantea una serie de riesgos operativos y de integridad financiera en las operaciones transfronterizas. Se perfilan grandes riesgos en términos de protección para los inversionistas en el ámbito de los criptoactivos y las finanzas descentralizadas. Por ejemplo, las monedas estables ('stablecoins') suelen tener poca divulgación y pueden estar sujetas a situaciones de pánico si se cuestionan sus reservas. En los mercados emergentes, la llegada de criptoactivos podría acelerar la dolarización y restar eficacia a las restricciones cambiarias y las medidas de gestión de controles de capital vigentes. La intensificación de la compra y la venta de criptoactivos en los mercados emergentes podría generar flujos de capital desestabilizadores. Las economías de mercados emergentes y en desarrollo que enfrentan estos riesgos deberían priorizar el fortalecimiento de las políticas macroeconómicas y analizar los beneficios de la emisión de monedas digitales de bancos centrales. Por último, a escala mundial, las autoridades deberían trabajar conjuntamente y conforme a la hoja de ruta del G-20 para la mejora de los pagos transfronterizos, con el objetivo de lograr que estos pagos sean más rápidos, baratos, transparentes e inclusivos.

Recomendaciones en materia de política

Si bien es cierto que las políticas de apoyo siguen siendo fundamentales para sostener la actual recuperación, estas deben adaptarse a las circunstancias de cada país, habida cuenta de las diferencias entre países en cuanto al ritmo de recuperación económica. Los bancos centrales deben comunicar con claridad la orientación futura de la política monetaria, con el fin de evitar un endurecimiento repentino de las condiciones financieras. Si las presiones de los precios resultan ser más persistentes de lo que se prevé actualmente, las autoridades monetarias deben actuar de forma resuelta para evitar el desanclaje de las expectativas de inflación. La política fiscal debe mantener su respaldo a las empresas y personas vulnerables. Habida cuenta del margen de maniobra para la aplicación de políticas, las medidas fiscales deben focalizarse y adaptarse a las características y necesidades de cada país.

Ante la posibilidad de tener que prolongar las políticas de apoyo para asegurar una recuperación sostenible e inclusiva, las autoridades deben actuar de forma resuelta con miras a corregir las posibles consecuencias no deseadas de las medidas sin precedentes adoptadas durante la pandemia. Es preciso endurecer selectivamente algunas herramientas macroprudenciales para abordar las bolsas de vulnerabilidad elevada, evitando a la vez un endurecimiento general de las condiciones financieras. Debido al posible desfase entre la activación y los efectos de tales herramientas, las medidas deben adoptarse de forma temprana. Si no se dispone de esas herramientas —por ejemplo, en el sector de la intermediación financiera no bancaria—, las autoridades deberían crearlas con carácter urgente. Ante las dificultades que plantean el diseño y la puesta en funcionamiento de herramientas macroprudenciales con arreglo a los marcos existentes, las autoridades económicas deberían plantearse también la creación de otras clases de reservas para proteger el sistema financiero. En particular, deberían abordar con urgencia las vulnerabilidades de los fondos de inversión

mediante una intensificación de la supervisión y la regulación prudenciales, con el fin de crear resiliencia ex ante frente a los riesgos de liquidez. Es esencial señalar que el carácter global de la actividad de los fondos de inversión hace imprescindible la aplicación de reformas de mayor calado, de manera coordinada a nivel internacional, a través del Consejo de Estabilidad Financiera.

Los mercados emergentes y preemergentes permanecen expuestos a los riesgos de que se produzca un endurecimiento repentino de las condiciones financieras externas. Sin desaprovechar la histórica asignación general de derechos especiales de giro, estos mercados deberían reconstituir reservas adecuadas y llevar a cabo reformas estructurales para aislarse de los daños provocados por la reversión de los flujos de capitales y el aumento abrupto de los costos de financiamiento.

Los responsables de la política económica en los mercados emergentes deben abordar también los retos que plantea la dolarización digital. Para revertir o evitar la dolarización, deben reforzar la credibilidad de la política monetaria, salvaguardando la independencia del banco central y manteniendo una situación fiscal sólida. Se requerirán medidas jurídicas y regulatorias para desincentivar el uso de moneda extranjera. Es necesario crear marcos adecuados para los proveedores de servicios de criptoactivos, en coordinación con los organismos reguladores nacionales. En términos más generales, los países deben replantearse las restricciones sobre los flujos de capitales en un mundo más digital, y se requieren la colaboración y cooperación transfronterizas para abordar los retos tecnológicos, jurídicos, regulatorios y de supervisión (véase el capítulo 2).

Para promover el crecimiento del sector de los fondos sostenibles y mitigar los posibles riesgos para la estabilidad financiera que se derivan de la transición a una economía verde, las autoridades económicas deben reforzar con urgencia la arquitectura mundial de la información climática (datos, declaraciones y clasificaciones de las finanzas sostenibles). Una vez que se haya establecido esta arquitectura, también deben estudiar el uso de herramientas para canalizar el ahorro hacia fondos favorables a la transición (como incentivos financieros a la inversión en fondos climáticos). Por último, deben realizar análisis de escenarios y pruebas de tensión en el sector de los fondos de inversión, para reducir los posibles riesgos para la estabilidad financiera que emanan de la transición.

Véanse los gráficos en la versión en inglés del resumen ejecutivo y el informe completo en <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2021/10/12/global-financial-stability-report-october-2021>