

Resumen ejecutivo

Cambios inciertos bajo la aparente calma: desafíos para la estabilidad frente a la dinámica del mercado financiero

Los mercados financieros internacionales parecen estar en calma pese a la incesante incertidumbre geopolítica y comercial (gráfico ES.1). Sin embargo, en esta edición del *Informe sobre la estabilidad financiera mundial* se señalan diversos indicios que apuntan a la existencia de cambios inciertos en el sistema financiero que, de no atajarse los riesgos que conllevan, podrían aumentar las vulnerabilidades. En este sentido, el marco de crecimiento en riesgo del FMI muestra que los riesgos para la estabilidad financiera internacional siguen siendo elevados (gráfico ES.2.). Se insta a las autoridades a que mantengan la vigilancia y respondan sin demora a los cambios en las circunstancias.

El primer indicio de que se están produciendo movimientos inestables es la apreciación sostenida de los precios de los activos de riesgo. Los mercados parecen estar desestimando los posibles efectos de los aranceles sobre el crecimiento y la inflación. Los modelos del personal técnico del FMI muestran que algunos activos de riesgo vuelven a estar sobrevalorados, tras la breve corrección que se produjo cuando Estados Unidos anunció la imposición de aranceles el 2 de abril. Por su parte, el dólar estadounidense se ha depreciado un 10% en lo que va del año: su valor ya no evoluciona en línea con los amplios diferenciales entre las tasas de interés de Estados Unidos y del Grupo de los Diez (G10), como solía ocurrir. En los meses que siguieron a este anuncio (gráfico ES.3), esta correlación dejó de observarse, en medio de la inquietud generada por la incertidumbre en torno a las políticas estadounidenses y de la revaluación por parte de los inversionistas de la carrera alcista del dólar de la última década. Estos cambios en las correlaciones podrían agudizar las posibles nuevas correcciones repentinas de los precios de los activos, dando lugar a tensiones en los mercados financieros. Por ejemplo, a pesar de que los mercados de divisas han experimentado cambios estructurales en los últimos años, no han registrado una debilidad significativa del dólar (véase el capítulo 2).

Otro indicio importante es que la deuda ha seguido desplazándose hacia el sector público a medida que los crecientes déficits fiscales en todo el mundo empujan la emisión de bonos soberanos. En las principales economías avanzadas, los mercados de bonos soberanos dependen cada vez más de inversionistas reactivos a las variaciones de los precios, lo que ejerce presiones al alza sobre las primas por plazo y los rendimientos a largo plazo. En los mercados emergentes, los gobiernos han recurrido a inversionistas internos para financiarse. Aunque esto ha reducido la dependencia de la deuda en moneda extranjera, también podría generar fragilidades, como un nexo más fuerte entre la banca y el Estado (véase el capítulo 3).

Por último, debido a que los intermediarios financieros no bancarios son cada vez más grandes y mantienen fuertes lazos con los bancos, ha aumentado la interconexión entre ambos sectores. En esta edición del *Informe sobre la estabilidad financiera mundial* se documenta el papel cada vez mayor que estas instituciones desempeñan en los principales mercados de bonos soberanos, por ejemplo, mediante la participación de inversionistas minoristas en el crédito privado. Estos vínculos podrían dar lugar a una toma excesiva de riesgos y una mayor interconexión en el sistema financiero.

Vulnerabilidades e incertidumbres

Estos movimientos pueden provocar vulnerabilidades en el sistema financiero. Aunque los mercados de bonos soberanos de las principales economías avanzadas se han estabilizado desde la venta masiva repentina que siguió al anuncio de aranceles del 2 de abril, las pendientes más pronunciadas de las

curvas de rendimientos, los diferenciales más negativos de los swaps y la erosión de los rendimientos de conveniencia indican que la base del funcionamiento del mercado de bonos es más inestable. El funcionamiento de este mercado podría ponerse a prueba si los rendimientos aumenten de forma repentina. Por ejemplo, un análisis de escenarios de fondos mutuos colocados en bonos muestra que las liquidaciones forzadas del Tesoro estadounidense como resultado de las importantes salidas de fondos, junto con un incremento repentino de los rendimientos, podrían sumar casi USD 300.000 millones (gráfico ES.4). Dado el papel fundamental de los principales bonos soberanos como referencia y garantía, su deterioro tiene implicaciones para los mercados financieros en general.

En el sector bancario, el nivel de capitalización ha mejorado. Las pruebas de tensión que el FMI lleva a cabo de bancos de todo el mundo ponen de manifiesto que, en un escenario macroeconómico adverso, aproximadamente el 18% de los bancos, medidos por el volumen de sus activos, verían caer su capital ordinario de nivel 1 (CET1) por debajo del umbral del 7% (más el colchón de conservación de capital para los bancos de importancia sistémica mundial). Sin embargo, en caso de producirse nuevos shocks a las instituciones financieras no bancarias, la proporción de bancos frágiles por nivel de activos podría aumentar hasta el 21%, lo que pone de relieve la interconexión entre los bancos y estas instituciones (gráfico ES.5).

La deuda pública de los mercados emergentes ha crecido de manera significativa en la mayoría de los países, aunque la forma en que está estructurada difiere cada vez de un país a otro. Los mercados emergentes con fundamentos económicos más sólidos han sido capaces de financiar su deuda principalmente en moneda nacional con inversionistas locales (véase el capítulo 3). Este giro hacia los mercados de bonos públicos locales se asocia, según la evidencia empírica, con una mayor resiliencia a los shocks financieros mundiales; un aumento de la proporción de inversionistas locales se asocia a una menor sensibilidad de los bonos de los mercados emergentes a episodios de volatilidad mundial, medidos por el Índice de volatilidad elaborado por el Mercado de Opciones de Chicago (VIX) (gráfico ES.6). No obstante, el aumento del financiamiento en moneda local podría generar otras fragilidades, como el fortalecimiento del nexo entre la banca y el Estado. Por otro lado, la carga del servicio de la deuda de las economías de mercados emergentes más débiles sigue en aumento, debido a que las tasas de interés reales a largo plazo (r) son más altas que las tasas de crecimiento a largo plazo (g) (gráfico ES.7). Esta situación podría dejar a los mercados emergentes más vulnerables a riesgos de financiamiento, ya que para estos países sería difícil lograr una consolidación fiscal (véase el Monitor Fiscal de octubre de 2025).

El sector empresarial ha mostrado resiliencia hasta ahora, pero los aranceles podrían ejercer presión sobre los márgenes de ganancia en algunos sectores, afectar negativamente la capacidad de las empresas para cumplir el servicio de la deuda y dejar las acciones y los bonos, ya sobrevalorados, vulnerables a posibles correcciones. En un escenario en el que se introducen gradualmente nuevos aranceles y, al mismo tiempo, las empresas enfrentan mayores costos de refinanciamiento, la proporción de deuda empresarial con un coeficiente de cobertura de intereses inferior a 1 alcanzaría el 55% en algunos países. Un segmento de empresas financieramente débiles parece estar teniendo ya dificultades en el contexto actual. Pese a la ola de reestructuraciones, la liquidez sigue siendo escasa entre los prestatarios más vulnerables en los mercados de préstamos apalancados y crédito privado. Esto ha dado lugar a un aumento de las rebajas de las calificaciones crediticias de los prestatarios.

Las monedas estables o *stablecoins* están creciendo con rapidez y desempeñan un papel cada vez más importante en la intermediación financiera, lideradas por las monedas estables vinculadas al dólar

estadounidense (gráfico ES.8). El crecimiento continuo de este activo podría tener tres implicaciones principales para la estabilidad financiera: 1) las economías más débiles podrían enfrentarse a procesos de sustitución de monedas y a una menor eficacia de las herramientas de política económica, 2) la estructura de los mercados de bonos podría cambiar y tener posibles implicaciones sobre la desintermediación financiera, y 3) las salidas masivas de monedas estables por parte de los inversionistas podrían generar ventas forzadas de activos de reserva. Los posibles efectos sistémicos estarían condicionados por el crecimiento sostenido de las monedas estables.

Pese a su gran liquidez, los mercados cambiarios internacionales son vulnerables a episodios de mayor incertidumbre macrofinanciera. Como se muestra en el capítulo 2, la fuga hacia activos de calidad y una mayor demanda de cobertura durante estos períodos puede elevar los costos de financiamiento en divisas y reducir la liquidez del mercado cambiario, lo que se refleja en la ampliación de los diferenciales de precios para los compradores y vendedores de divisas en intermediarios financieros y de la volatilidad de los tipos de cambio como la de los rendimientos de inversiones en moneda extranjera (gráfico ES.9). Estas presiones pueden verse exacerbadas por fragilidades estructurales en el mercado de divisas, tales como grandes descalces de monedas, una alta concentración de la actividad de las instituciones que actúan como creadoras de mercado y una elevada participación de instituciones financieras no cambiarias. Las tensiones en las condiciones del mercado de divisas pueden extenderse a otras clases de activos, endureciendo las condiciones financieras en general y pueden suponer un riesgo para la estabilidad macrofinanciera. Además, la expansión de las operaciones de divisas ha aumentado los riesgos de liquidación con la contraparte (la posibilidad de que una de las partes entregue su moneda sin recibir la contraprestación correspondiente). Los riesgos operativos en las infraestructuras del mercado cambiario, como fallos técnicos y ciberataques, suponen también una amenaza para el funcionamiento del mercado.

Recomendaciones en materia de políticas

La estabilidad macroeconómica es fundamental para la estabilidad financiera. En el caso de las jurisdicciones sometidas a aranceles que están experimentando una caída de la demanda, resultaría adecuado flexibilizar la tasa de política monetaria de forma gradual. Para los países cuya inflación todavía se sitúa por encima de la meta, los bancos centrales deben proceder con cautela a relajar la política monetaria y mantener su compromiso con la estabilidad de precios. Esta cautela también ayudaría a moderar nuevas presiones sobre la valoración de los activos de riesgo. La independencia operativa de los bancos centrales es fundamental para anclar las expectativas de inflación y para que estas instituciones puedan cumplir sus mandatos.

Para proteger la resiliencia de los mercados de bonos soberanos, es esencial realizar ajustes fiscales urgentes que reduzcan los déficits. El elevado nivel de deuda y el retraso de los ajustes fiscales en muchos países podría elevar aún más los costos de endeudamiento de los gobiernos, lo que subraya la necesidad de medidas fiscales más ambiciosas para reducir los riesgos soberanos. Las mejoras en la estructura del mercado, como ampliar la compensación centralizada en las operaciones de repo y de bonos de caja para disminuir los riesgos de contraparte, mejorar la eficiencia del balance y fortalecer la transparencia, también reforzarían la resiliencia del mercado de bonos. Los servicios permanentes de liquidez también son vitales para respaldar estos mercados.

Si bien la menor fortaleza del dólar estadounidense ha moderado los factores adversos externos que afrontan los mercados emergentes en los últimos meses, estos siguen siendo vulnerables a los cambios en la actitud de los inversionistas. Cuando se observan signos de fragilidad, como el aumento de las

expectativas de inflación y de la volatilidad de las tasas de cambio y los flujos de capital, los mercados emergentes deben recurrir a intervenciones cambiarias, medidas macroprudenciales y gestión de los flujos de capital, en consonancia con el Marco Integrado de Políticas del FMI, siempre que estas medidas no afecten al progreso de los ajustes fiscales y monetarios necesarios. Para aumentar la capacidad de endeudamiento es esencial continuar desarrollando los mercados locales de bonos mediante la mejora de los fundamentos macroeconómicos, como el incremento del ahorro financiero interno y el fortalecimiento de la credibilidad fiscal y monetaria. Otras políticas para profundizar los mercados de bonos de los mercados emergentes incluyen mejorar la previsibilidad y la transparencia de la emisión de deuda, desarrollar mercados monetarios y de repo eficientes, fortalecer los marcos de operadores primarios y diversificar la base de inversionistas.

Las pruebas de tensión que el FMI lleva a cabo de bancos de todo el mundo subrayan la importancia de mejorar la capitalización para hacer frente a los riesgos que presentan los bancos débiles. La aplicación de normas consensuadas a escala internacional para garantizar niveles suficientes de capital y liquidez, especialmente Basilea III, es fundamental en momentos de elevada incertidumbre económica. La eficiencia de las regulaciones debe asegurarse procurando eliminar toda complejidad no justificada, sin socavar la resiliencia general del sector bancario o las normas mínimas internacionales. Las autoridades nacionales deben fortalecer la red de seguridad del sector financiero con el fin de proteger el sector bancario ante posibles riesgos para la estabilidad financiera que puedan surgir de la debilidad de los bancos, entre otras cosas, estableciendo marcos de provisión de liquidez de emergencia, garantizando que los bancos puedan acceder con rapidez al financiamiento del banco central y avanzando en los marcos de recuperación y resolución para gestionar los shocks sin provocar disrupciones sistémicas o pérdidas para los contribuyentes.

Para una supervisión regulatoria eficaz de las instituciones financieras no bancarias y los activos digitales, como las monedas estables, es necesario mejorar la recopilación, la coordinación y el análisis de datos, también a escala internacional. Con el fin de hacer frente a los descalses de liquidez en los fondos de inversión, es fundamental seguir mejorando y ampliando la disponibilidad y facilidad de uso de las herramientas de gestión de la liquidez. Para afrontar los riesgos que los criptoactivos, como son las monedas estables, pueden presentar para la estabilidad macroeconómica y financiera, las autoridades deben poner en práctica las recomendaciones de alto nivel del Consejo de Estabilidad Financiera, que incluyen establecer marcos eficaces de gestión de riesgos, salvaguardar las medidas de lucha contra el lavado de dinero y el financiamiento del terrorismo y asegurar que las autoridades pertinentes tengan las competencias que necesitan y puedan cooperar de manera eficaz.

Con el fin de abordar los riesgos para la estabilidad financiera derivados de las tensiones en el mercado de divisas, las autoridades deben mejorar la supervisión, por ejemplo, mediante pruebas de tensión sistemáticas de la liquidez en divisas que contemplen las interacciones con vulnerabilidades subyacentes. Es esencial subsanar la falta de datos sobre divisas y garantizar que los colchones de liquidez y capital de las instituciones financieras sean adecuados y estén respaldados por marcos robustos de gestión de crisis. Fortalecer la red mundial de seguridad financiera —en particular, mediante colchones suficientes de reservas internacionales y la ampliación de la red de líneas de crédito recíproco entre bancos centrales— podría contribuir a mitigar la volatilidad del mercado de divisas. Este esfuerzo también se beneficiaría de una combinación de políticas macroeconómicas en consonancia con el Marco Integrado de Políticas del FMI. Mejorar la resiliencia operativa de los principales participantes en el

mercado cambiario, entre otras cosas, frente a los riesgos cibernéticos, y fomentar un uso más amplio de los sistemas de pago contra pago contribuiría a reducir los riesgos de liquidación.

La versión íntegra del informe en inglés puede consultarse en:

<https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2025/10/14/global-financial-stability-report-october-2025>